

CA1 HW67

-75R16

Government  
Publications

3 1761 11556837 0



# **The Rate of Return on the Investment Fund of the Canada Pension Plan**

A report by the Advisory Committee  
of the Canada Pension Plan  
June 1975



Digitized by the Internet Archive  
in 2022 with funding from  
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115568370>

CH 11007  
-75R16

THE RATE OF RETURN ON THE INVESTMENT FUND  
OF THE CANADA PENSION PLAN

A report by the Advisory Committee  
of the Canada Pension Plan  
June, 1975



## CONTENTS

<u>TOPIC</u>	<u>Page</u>
Introduction .....	iii
<u>Section 1</u> : The present formula .....	1
<u>Section 2</u> : What CPP has meant to the provinces and to Canadian capital markets .....	7
<u>Section 3</u> : Canadian capital markets in the next five years .....	9
<u>Section 4</u> : Advantages and disadvantages of present formula .....	12
<u>Section 5</u> : Possible alternative approaches for improving the rate of return for CPP Investment Fund .....	17
<u>Section 6</u> : Conclusions and Recommendations .....	24
Appendix I: Details pertaining to outstanding debt: Dec. 31, 1974 compared to Dec. 31, 1964 .....	26
Appendix II: Yields on various outstanding Canadian bonds as at Dec. 31, 1974 .....	27
Appendix III: Comparison of yields on recent Canadian bond issues and the rate of interest charged on securities issued to the CPP Investment Fund .....	28
Appendix IV: CPP Fund Investments by Province, fiscal years 1968-1969 to 1974-1975, and by month for 1974-1975 .....	29
Attachment A: The effect on the Fund of a yield improvement .....	30
Attachment B: Two provincial plans .....	32
Attachment C: Role of CPP in provincial financing .....	39



## INTRODUCTION

At a meeting of the Advisory Committee of the Canada Pension Plan held at Ottawa on October 3 and 4, 1974, it was unanimously agreed that it would be desirable to "investigate the options for improving the rate of return on Canada Pension Plan investments". This report examines the options.



## SECTION ONE: THE PRESENT FORMULA

### The present formula and its application

The present formula is set out in the Canada Pension Plan Act, Section 113 (2). This section of the Act states that securities acquired for the Fund with a term to maturity of 20 years shall bear the interest rate corresponding to the weighted average yield on outstanding Canada bonds with a term to maturity of 20 years or more. For securities acquired by the Fund with a maturity of less than 20 years, the interest rate shall correspond to the weighted average yield on outstanding Canada bonds with terms to maturity within a range comparable in average maturity. The rate is rounded to two decimal places, being rounded up where a third decimal is a five or more. Since all securities held in the Fund as at March 31, 1974 had a term to maturity of 20 years, the first basis mentioned above has applied in respect of all investments of the Fund.

The Minister of Finance is charged with investing all moneys of the Fund not needed for operating purposes: i.e. benefit payments and administrative expenses, in Government of Canada and provincial securities at appropriate rates. At the end of each month, the Department of Finance is advised of all contributions to the Plan for the month which are in excess of the needs for such operating purposes. These moneys are then invested in securities issued by the Government of Canada and the provinces with yields based on the interest rates that prevailed during the first three days of the month in which the contributions were received.

The bonds whose yields are used in such monthly calculations are (a) the 6.50% Canada's due October 1, 1995 (issued on October 1, 1968) and (b) the 3.75% Canada's due March 15, 1998 (issued on September 15, 1956). It will be noted in Appendix I that the amount of outstanding bonds used for monthly rate calculations has decreased appreciably since the Plan was legislated. At the time the House of Commons was considering the Canada Pension Plan Act, \$1062 millions of Canada's outstanding debt were in the form of bonds having maturities of 20 years or more and this group of securities comprised 5.1% of Canada's outstanding debt. As at December 31, 1974,

only \$352 millions of Canada's outstanding debt were in the form of bonds having maturities of 20 years or more and this group of securities comprised 1.0% of Canada's outstanding debt. At the present time it does not appear likely that there will be any sizeable new offerings of Canada bonds having a term to maturity of 20 years or more. However, on March 15, 1975, the Minister of Finance announced that the outstanding \$55 million of 3.00% Canada Perpetuals issued September 15, 1936, will be redeemed on September 15, 1996. The total amount of bonds of this issue outstanding as at December 31, 1974, was \$55 million. However, it should be noted that the 6.50% Canada's due October 1, 1995, and the 3.00% Canada's due September 15, 1996, will have terms to maturity of less than 20 years on October 1, 1975, and September 15, 1976, respectively.

#### Historical background

In determining the appropriateness of the present formula as well as developing ways and means of improving it, it is necessary to review the factors which resulted in the adoption of such formula.

In introducing the Canada Pension Plan on July 18, 1963, the Hon. Judy V. LaMarsh described the scheme as a "pay-as-you-go" system. She expressed the view that to create a funded plan "would put in the hands of the state tremendous sums of money which would be withdrawn or used for other purposes... In a public plan the contributor must rely upon the fact that so long as his country exists the continuous inflow of contributions under such a plan will assure him of his benefit rights on his retirement. These are the arguments balanced by the government in coming to its conclusion that this plan would not be funded". (Hansard, July 18, 1963, pages 2341-2342). The program was designed to supplement the Old Age Security pension and, for those who would not draw Canada Pension Plan benefits, the government "pledged itself to the payment, from the contributions to this Plan, of an additional \$10 per month to each recipient of old age security". (Hansard, July 18, 1963, page 2343).



Miss LaMarsh made a further observation that "full funding on the scale of a nation-wide plan would be a quite excessive form of saving enforced by the state". (Hansard, July 19, 1963, page 2432). However, the program provided that a small contingency fund would be maintained. Subsequently, plans for the \$10 per month Old Age Security increase were altered so that this payment would not come from Canada Pension Plan contributions. Accordingly, it became obvious the contingency reserve would become much larger.

In late November 1963, a federal-provincial conference was held. Prime Minister Pearson noted that during discussions at the meeting, the question of investing part of this fund in provincial securities was raised but that "this was put forward as one way of reassuring the provinces on this matter, and dividing any surplus funds... There will be a contingency reserve and there will be an element of funding in the national plan, but it could not be looked on as a funded plan". (Hansard, December 5, 1963, page 5444).

On March 17, 1964, Miss LaMarsh tabled the first of two federal White Papers on the Canada Pension Plan. She indicated that since the date of the original proposal, discussion with interested groups had resulted in changes, including a change to a funded plan. Miss LaMarsh stated that excess reserves had originally been intended to be used in increasing the Old Age Security benefit but "once the government of Quebec indicated its intention to exercise the right... to set up a pension plan of its own, we realized our proposed plan could not operate where there was a similar, comprehensive provincial plan. Clearly, that situation made it undesirable to establish a financial link between the new plan and the flat rate federal pension. Therefore, the reserves generated under the plan as now proposed will be available for investment in federal and provincial securities... The offsetting advantage is that, because of the reserves and the interest they earn, the long-term cost of the Canada Pension Plan itself will be lower". (Hansard, March 17, 1964, page 1164). The White Paper tabled March 17, 1964, stated that 45% to 55% of the plan's reserves would be invested in provincial and provincial guaranteed securities. At another federal-provincial conference



in early April, 1964, the Quebec plan was outlined. Following this conference, Prime Minister L.B. Pearson wrote a letter to the premiers outlining the federal position: "Under the proposal which I now wish to put before you, and in which the government of Quebec concurs, the federal government would establish a Canada Pension Plan and provide that any province which so wishes may take full responsibility for applying the plan to everyone employed in that province. Such a province would pass its own legislation to enable its government to administer the plan in every way, collecting the contributions, investing the funds and paying the benefits. Alternatively, in provinces wishing the federal government to administer the plan, the legislation would provide that the funds arising from the pension plan should be available to the provincial governments for investment. They would be divided among the provinces in ratio to the pension contributions from residents of each province. The provincial government would be required to guarantee to the pension fund a rate of interest at least equal to the rate on long-term federal securities". (Hansard, April 20, 1964, pages 2388-2389). This concept forms the basis of the position described in the federal White Paper dated August 10, 1964, that the provinces would have a claim to all the surplus revenues of the Plan with any excess reserves being invested in federal securities and the interest rate would not be less than the long-term rate on federal borrowing.

The anticipated effect of the position outlined in the August 10, 1964 White Paper was that "with the pension funds available to them, provincial governments will have correspondingly less need to borrow in the ordinary way... What effect this will have upon the capital markets will depend to a considerable extent upon the changes which occur in business and personal savings". (Hansard, August 10, 1964, page 6646). The White Paper contained the view that savings, regardless of whether they decline, would be directed more to federal and corporate securities so that if savings exclusive of Canada Pension Plan contributions were to remain stable, borrowing rates would be less costly and external borrowing would be reduced. It was

anticipated that the accumulation of the Fund from year to year would be small, relative to total national saving so that adjustments in the capital market would be minor.

There were some reservations. In an article in the May 23, 1964, edition of The Financial Post, the view was expressed that the future size of the fund would be significant in relation to financial markets. Reservations contained in the 1964 Report of the Royal Commission on Banking and Finance with respect to such a large Fund accumulating in public hands were as follows:

- other forms of savings might be reduced
  - the volume of marketable government securities might be reduced
  - government, with a captive, low cost source of funds, might be inclined to spend more freely than otherwise
  - the government sector might come to dominate a large part of the financial system
  - the domestic flow of savings to the private sector might be reduced with a consequent reliance on external financing.
- The view was expressed "it is in fact all but certain that the financing of a national pension scheme with relatively high benefit levels would result in a substantial reduction in the funds available for investment in the mortgages, bonds and equities which the savings institutions acquire". (1964 Report of the Royal Commission on Banking and Finance, page 264).

However, a partly funded plan was adopted for the following two basic reasons:

- Quebec had already established such a plan and, accordingly, it became necessary from the point of view of national consistency and national portability for the federal plan to be similar



- any province, such as Quebec, which chose to exercise its right to establish its own plan would enjoy the benefit of having its own funds to invest. Accordingly, it became necessary to make the funds of the federal government available to the participating provinces so that they too could have complete freedom to invest them as they wished.

It will be noted that none of the foregoing explains the reason why the rate of interest charged to the provinces was set at the rate for federal borrowings.

While Miss LaMarsh had noted in Parliament on March 17, 1964, that the interest earnings on the Fund would reduce the long-term cost of the plan, the objective of maximizing the return on the Fund was not a matter of principal concern. The Parliamentary debate on this aspect of the Plan was concerned mainly with the protection which would be afforded by having all investments of the Fund protected by provincial guarantees. As a matter of fact, there was no debate on the suitability of the rate of return to the Fund and there is no evidence that the existing formula was selected after widespread discussion and analysis. It appears to have been a "non-issue".

In the circumstances, the Advisory Committee is of the view that the existing mechanism for establishing the rate of return on investments of the Fund should not be regarded as fixed for all times.

SECTION TWO: WHAT CPP HAS MEANT TO THE PROVINCES  
AND TO CANADIAN CAPITAL MARKETS

The CPP has become the backbone of provincial debt financing. In the four years ended March 31, 1974, the provinces participating in the Plan raised for themselves and for provincially-guaranteed entities a total of \$12.4 billion in net new financing, of which CPP supplied \$4.67 billion or about 38% of the funds.

Provinces have used the funds for specific or general purposes. The following provinces have, in the past, allocated some or all of their Canada Pension Plan funds to specific Crown Corporations under their jurisdiction:

- |                  |  |
|------------------|--|
| British Columbia | - British Columbia Hydro and Power Authority, B.C. School Financing Authority, B.C. Hospital Authority.  |
| Alberta          | - Alberta Municipal Financing Corporation and for general purposes of the Province of Alberta.   |
| Saskatchewan     | - Saskatchewan Power Corporation, Saskatchewan Telecommunications and Saskatchewan Land Bank Commission.   |
| Manitoba         | - Manitoba Water Supply Board, Manitoba School Financing Authority, Manitoba Development Corporation and for general purposes of the Province of Manitoba. |
| Ontario          | - Ontario Education Capital Aid Corporation and Ontario Universities Capital Aid Corporation.  |

All other provinces have used Canada Pension Plan money for the general purposes of the Province and have not allocated the funds to specific functional expenditures and/or Crown Corporations.



It is important to note that, in addition to providing more than a third of total provincial financing in recent years, the consistency of CPP cash flow has meant that provincial treasurers can count on CPP funds at times when public debt markets are in disarray. Thus CPP supplied 44% of net new provincial financing in 1971, a year of poor bond markets, but only 32.5% in 1972, when public debt markets functioned reasonably well. It is this aspect of CPP's role in provincial finances that is often overlooked: were it not for CPP, the provinces would have to borrow even when bond markets were unwilling to absorb new issues except at punitive rates, or forego new financing entirely, which would mean alteration of budgets both for the provinces and for some Crown Corporations. In addition, this steady cash flow has had beneficial indirect impact on Canadian financial markets generally, because it has meant that the provinces have not crowded out private borrowers at times of rising interest rates.

Appendix IV (page 29) shows that the provinces had raised nearly \$8 billion from CPP by March 31, 1975, and shows the provincial distribution of such financing. It is apparent that a significant proportion of all schools, universities, hospitals, highways, sewage treatment plants, and power plants built in Canada since 1965 have been financed from Canadian savings through CPP.

Data prepared from the National Income and Expenditure Accounts show that CPP has represented 19.5% of all Canadian personal savings in the five years ended March 31, 1974. By making these compulsory savings available to provincial treasurers, CPP has become a big factor in overall Canadian economic expansion. Indeed, CPP supplied 17% of total Canadian capital market financing of net new security issues -- both debt and equity -- in that period. Once again, it is worth noting that the CPP's share of total new Canadian financing fluctuates widely, assuming a larger share at times of stress in capital markets. During the period, CPP's share ranged from a low of 13.3% of all new financing to a high of 27.3%. With bond markets once again under pressure and interest rates climbing it would appear that CPP will in 1975 be assuming a disproportionate share of overall long-term financing in Canada.

SECTION THREE: CANADIAN CAPITAL MARKETS IN THE NEXT FIVE YEARS

We have seen how CPP has come to play a key role in Canadian capital markets by having readily available funds for provincial financing, thereby allowing provincial treasurers a measure of freedom in their financing plans. We have also noted that its role has ranged from important to crucial, with the latter being the case in years of weak long-term debt markets. It is now necessary to look ahead to try to see what kinds of capital markets Canada will have in the next five years.

In endeavouring to predict future capital markets, the Advisory Committee was hampered by the lack of authoritative forecasts which has resulted from the fact that the high rate of inflation which Canada is now experiencing quickly makes capital forecasts obsolete. The Conference Board in Canada, for example, has not published a full-scale forecast since Richard Thomson, President of the Toronto-Dominion Bank gave a paper in 1973, which included the estimate that "energy investments during the remainder of the seventies may easily exceed \$45 billion (or more than double that spent in the whole of the sixties)".

Since that prediction was made, price tags on energy projects have risen sharply. Mr. Thomson assumed, for example, that the Syncrude Tar Sands project would cost less than \$900 million, and that at least one other Tar Sands plant would be constructed within the decade at roughly similar cost. We now know that Syncrude will cost upwards of \$2 billion, and oil company officials contemplating other Tar Sands plants have stated that their plants will cost more than Syncrude. Another illustration of this trend is the cost of oil refineries. Imperial Oil has just completed its new Strathcona refinery at a cost per barrel a day of capacity of \$2,100. Texaco Canada is building a refinery at Nanticoke which, when completed in 1978, will have cost \$4,500 per barrel a day of capacity.



The reason for highlighting capital costs for energy projects is that they are the key to Canada's investment requirements in the next five years. The Financial Times, in a story published April 28th, 1975, quotes an Ottawa economic research firm's estimates that \$60 billion will be spent on energy needs by 1980, and the President of Canadian General Electric, Walter G. Ward, recently estimated that total Canadian investment will average \$50 billion a year "or the equivalent of about seven Mackenzie Valley pipelines annually".

These estimates of annual needs for long-term capital should be put in perspective: the year in which the greatest amount of net new long-term capital was raised in Canadian markets was 1972, and in that year \$6.8 billion was raised in debt and equity financing combined. Thus it would appear obvious that the demand for long-term capital in this country will be more intense in the next few years than Canada has ever experienced.

Where will the capital come from?

It can come from four sources: corporate savings, personal savings, government savings, and foreign investment. Corporate savings arise from retained earnings and funds generated through depreciation; they thus are dependent on corporate profitability; for 1975 at least, corporate earnings in Canada are expected to decline at least 10%, and the outlook for 1976 is cloudy. Personal savings in Canada are no longer the large percentage factor in long-term capital because individuals are tending more and more to concentrate their savings in shorter-term vehicles such as Canada Savings Bonds and bank and credit union deposits; longer-term savings vehicles such as cash value life insurance, direct purchases of long-term bonds and common stocks are receiving proportionately less individual savings.

Government Savings arise when governments run cash surpluses and from funding the government pension plans. The Canada Pension Plan is not a form of government savings, because its funds are drawn from the labour force, not from the Consolidated Revenue Fund; the Canada Pension Plan is, in actuality, a very important part of personal long-term savings.

The final constituent is foreign investment. This is likely to form a rather smaller share of Canadian investment capital in the future because Canadians have concluded, (and government policy has reflected this conclusion) that massive foreign investment can have unwanted side effects. Although we still are interested in foreign investment in debt instruments, Canadian public policy now discourages foreign investment in Canadian equities, particularly where control is involved. But even if Canada's attitude to foreign investment had not changed in recent years, it is improbable that we could expect large-scale American investment in coming years. The United States can no longer afford to export large quantities of capital, because its own government deficits and demands for private capital are outstripping its domestic savings. It would thus appear that the major potential source of foreign capital will be those Arab oil states whose cash flows exceed their ability to invest funds locally. Even this source is problematic for a variety of reasons.

Thus it appears that Canada will experience her greatest demand for long-term capital at a time when all three domestic sources will have some difficulty in meeting the need, and when foreign capital will not be as readily available. Such a supply/demand ratio suggests that the Canada Pension Plan's role in long-term capital formation will be even more important than it has been in the past.



SECTION FOUR: ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF PRESENT FORMULA

The arguments in favour of the present formula are: -

- a. The present low rate of interest has been attractive to the provinces as it has enabled them to reduce their respective debt costs substantially. Accordingly, any attempt to increase the rate of interest up to, or near to, present market levels would mean higher costs to the provinces, some of which have large financial burdens at the present time.

Under the British North America Act, the provinces have responsibility for some of the areas of governmental activity which have experienced the fastest rate of escalation in costs, e.g. health, education and municipal services. Thus the low rate of interest on borrowings from the Canada Pension Plan could be viewed as a justifiable federal subsidy to the provinces.

- b. The present rate of interest is variable and, to a limited extent, does reflect changes in general financial market conditions.
- c. Technically the securities purchased by the provinces are not 20-year bonds. All of them are subject to call on six months' notice if the Minister of Finance should need to raise cash to pay benefits under the Plan. Therefore, it is not exactly correct to compare the interest rate on these bonds with those paid on bonds which are issued by the provinces to the general public and which do not have the call feature. This call feature could be quite important for the reason that the Actuarial Report as at December 31, 1973, shows that the net provincial cash flow will become negative by the year 1982.

- d. The present formula does not appear to be a matter of controversy. No political figure nor political party at either the federal or provincial levels has made it an issue and very few comments have been made by the media and by the general public.

The Advisory Committee is somewhat surprised by the fact that almost no one in Canada seems to be greatly concerned about the rate of interest charged on moneys lent to the provinces. Since the only source of moneys available to the Fund to pay for benefits and administrative costs are contributions and interest income, any deficiency in respect of interest income must be made up by contributions from the labour force. Notwithstanding this, no organizations representing unions, business, or self-employed persons have made a formal complaint that, because of low investment returns on the Fund, contribution rates will have to be increased.

The arguments against the present formula are as follows: -

- a. Two small, infrequently traded Canada bond issues are used to calculate the rate of interest on investments of the Fund. As shown in Appendix I, these two bond issues form only 1.0% of Canada's outstanding debt. Accordingly, the basis used for the calculation of the rate of return is inappropriate.

An announcement by the Minister of Finance on March 19, 1975, that the outstanding total amount of \$55 million 3.00% Canada Perpetual bonds will be redeemed on September 15, 1996, presumably means that this small and infrequently traded issue will be included in the data base for the next year and one half. In addition, as at October 1, 1975, the 6.50% Canada bonds will have a remaining term to maturity of less than 20 years and will no longer be included in the data base.

Accordingly, in the not-too-distant future, the provinces will be borrowing at interest rates established entirely by the 3.75% Canada bonds due March 15, 1998, unless the Federal government should choose to issue a new long-term bond in 1975 or 1976. This is an unlikely event.

- b. The two issues of Canada bonds which are used are discount bonds and, therefore, trade at low yields because of tax considerations. In other words, the bonds are attractive investments to any investor paying income tax because the difference between the investor's purchase price and the investor's sale price or the redemption price of the bond is a capital gain which is taxed at half the ordinary rate of tax. The difference between the yield on long-term Canada bond issues and various corporation bond issues is shown in Appendix II.

It will be noted from the contents of Appendix II that the high coupon bonds produce much higher yields for investors. As the Canada bonds used for establishing the rate of return on new moneys invested for the Canada Pension Plan have low gross yields because of the above-mentioned tax considerations, the interest income of the Fund is less than it should be.

- c. Appendix III (page 28) shows a comparison of the yields on long-term Canadian bonds issued during 1975 and the rate of interest charged during 1975 on securities issued to the Investment Fund of the Canada Pension Plan. It will be noted that, in each instance, yields at time of issue are higher than the CPP lending rate. However, it should be mentioned that the information contained in Appendix III does not show the true savings in borrowing costs to the provinces for the reason that the difference shown in the last column



does not reflect commissions, underwriting costs, etc., which have to be borne by the provinces in raising funds from the general public. (Please see Section 5, Page 17).

- d. As benefits and administrative costs of the Fund are paid out of interest income and contribution income, the retention of the present formula will have to result in future contributions to the Fund being greater than otherwise would be the case. The performance of the Investment Fund of Quebec Pension Plan has been much better than that of the Canada Pension Plan for the reason that it invests its moneys in a more usual way. This might ultimately mean that the contributions by participants in the Quebec Pension Plan will be lower than those by participants in the Canada Pension Plan. This would be another deviation from the principle of parallelism. In addition to this, the image created by the better performance of the Quebec Pension Plan vis-à-vis the Canada Pension Plan is not good.
- e. Notwithstanding the differences in credit ratings of participating provinces, the present formula treats all provinces equally in respect of the interest rate which is charged on all lendings by the Fund to such provinces.
- f. While the call feature attached to loans to the provinces may, in theory, justify the assessment of a lower interest rate than would otherwise be the case, the argument is largely academic as it seems very unlikely the Minister of Finance would exercise the call privilege.
- g. Some provinces use borrowings from the Fund to retire outstanding public issues and others use them to finance their provincial Crown Corporations. In the

latter case, these provinces charge the Crown Corporations concerned with the current market rates for such moneys and the spread between this rate and the CPP interest rate is a windfall gain for the provincial treasury. The moneys involved in the spread properly belong to the contributors to the Canada Pension Plan.

SECTION FIVE: POSSIBLE ALTERNATIVE APPROACHES FOR  
IMPROVING THE RATE OF RETURN FOR CPP INVESTMENT FUND

Alternative One: The Managed Portfolio Approach (as used by the Quebec Pension Plan)

Arguments in favour of this approach are:

- a. It should give better investment returns.  
A professional manager able to select from the whole investment field should generate better results than the CPP now earns.
- b. It offers all the advantages accruing from diversification. In principle, at least, a diversified portfolio should be able to take advantage of opportunities across the investment spectrum, both from a buying and from a selling standpoint.

Arguments against this approach are:

- a. There would be a higher administrative cost, especially for professional management.
- b. It would force the provinces to do more of their financing publicly, which would not only hamper their plans, but might be upsetting to capital markets. Now that the provinces have come to rely on CPP, it would be unrealistic to expect them to give up any significant portion of its annual cash flow.
- c. The risk exposure of the Plan would be increased. At present, all securities held in the Fund carry provincial guarantees. Any move toward a diversified portfolio would carry the risk of loss.



- d. It would potentially be a source of excessive government power. The scale of the CPP is so enormous in relation to Canadian financial markets that to permit the Fund to invest, say, in equities, would carry with it the risk that the Fund would have worrisome power in the Canadian equity markets.

Alternative Two: Use Open Market Interest Rates

Under this approach, the Minister of Finance would charge each province on each month's allotment the interest rate prevailing on the most recently issued bond of that province or guaranteed by that province having a term approximating that of the bond to be purchased by the CPP.

The effect of such an arrangement would be that each province borrowing from the CPP would pay the same interest to CPP that it paid on the open market.

The arguments in favour of this approach are:

- a. It would ensure that all bonds acquired for the Fund were acquired at fair market value. Fair market value is not an unfair concept for the Canada Pension Plan, because it is the concept that underlies other government acquisitions and certainly is the acid test for purchases of investments for private pension plans. Since the CPP represents the enforced savings of the Canadian labour force, those savings should be invested at not less than fair market value.

- b. From the standpoint of the provinces, such an approach would not be punitive, because it would recognize the differing credit ratings of the provinces and would not involve any arbitrary judgments as to the "fair" interest rates.
- c. Because the interest rates paid by the various provinces would reflect their differing credit ratings, the true costs of the Fund would be more equitably distributed among the participating provinces.

The arguments against this approach are:

- a. Such an approach would raise substantially the borrowing costs of some of the provinces, a result that might be viewed as a new form of regional disparity.
- b. Alberta may not have to issue any new bonds at all, so it might be necessary to use the rate on existing Alberta-guaranteed issues, which would be distorted by the tax aspects of discount bonds (the problem discussed earlier when the existing formula, based entirely on discount bonds, was considered).

#### Alternative Three: Rewrite Existing Holdings to Market Value

Under this approach, the Minister would call for redemption of all, or a major part of existing loans and repurchase them at today's market rate. Although this is a conceivable option, the Advisory Committee considers it unworthy of discussion, because it would mean a substantial increase in debt burdens for all the provinces, and would, in some cases at least, impair their credit ratings in financial markets.

Alternative Four: Purchase Only Publicly-Traded Provincial Bonds

Under this approach, the Minister of Finance would in each month purchase in the open market a dollar amount of publicly-traded bonds from each province in proportion to that province's share of cash flow.

The arguments in favour of this approach are:

- a. All bonds would be acquired at fair market value.
- b. The regularity and scale of such purchases would dramatically improve liquidity in provincial bond markets and would make bonds of small provinces more attractive to institutional investors. This is, in fact, what the Quebec Pension Plan has done for Quebec and Quebec-guaranteed bonds.

The arguments against this approach are:

- a. Bond underwriting firms would benefit unduly from this approach because they would collect their underwriting spread on all new provincial debt issues.
- b. If a province such as Alberta were not issuing new debt, the yield on its outstanding issues would shrink sharply.
- c. There would be some management costs connected with bond purchasing on this scale.

Alternative Five: Add a Fixed Flat Rate Amount to the Rate Produced by the Existing Mechanism

As Appendix III on page 28 shows, the spread on new provincial issues recently compared with the CPP rate is more than 1%, depending



on the province. If the existing mechanism were retained and 1% were added, then the CPP would get a fairer return, but the present approach would be largely retained.

The arguments in favour of this approach are:

- a. It is simple and would bring overall returns close to fair market value.
- b. It would avoid protracted discussions about what a "fair" formula should be.

The arguments against this approach are:

- a. It is a half-way measure and would still expose the Plan to the criticism that fair market value was not being used.
- b. The existing mechanism is being destroyed by events, and adding a flat rate on top of what is an unrealistic formula in light of current financial markets would be at best a temporary measure that would require future adjustments.

Alternative Six: Use a Formula Based on Provincial Bond Rates

Under this approach, the Minister of Finance would calculate monthly a special rate. This rate would be a weighted average provincial bond rate based on the most current long-term bonds of each province (either issued by a province or guaranteed by a province). This weighted average provincial bond rate would be the rate on new CPP borrowings. The formula for calculating the weighted average would be a new formula with the weighting done in relation to each province's annual share of CPP contributions, rather than the kind of formula now publicly available, like the

McLeod-Young-Weir provincial bond average, which includes Quebec bonds and does not weight them in relation to CPP participation.

The arguments in favour of this approach are:

- a. It would tie CPP investments directly to the rates in provincial bond markets, rather than to a largely theoretical rate based on seldom-traded federal discount bonds.
- b. It would produce overall fair market value.

The arguments against this approach are:

- a. CPP is a relatively unique example of federal-provincial cooperation. It is important not to create an incentive for wealthy provinces to set up their own pension plans. Since this formula would mean that Ontario and Alberta would pay slightly higher rates on their CPP loans than on open market borrowings, those provinces might feel it necessary to set up their own plan.
- b. It would introduce a new and perhaps unnecessary kind of cross-subsidy into a Plan that already has numerous cross-subsidies.

**Alternative Seven:** Use Alternative Six, but Let Provinces Have an Option

Under this approach each province would have the option each month of paying on its new loans, either the weighted average provincial bond rate as calculated by the Minister of Finance, or its own actual provincial bond rate that was used in the weighting formula. Thus provinces whose actual open market rates

were below the weighted average provincial rate would have the right to pay to CPP their open market rate.

The arguments in favour of this approach are:

- a. It would produce fair market value investments for most of the Fund's purchase of securities and a nearly fair market value rate for the remainder.
- b. It would not produce a severe interest rate problem for the poorer provinces.
- c. It would produce a large overall yield improvement without creating a new kind of regional disparity.
- d. It would combine the weighting of CPP participation with the open market interest rate while leaving flexibility, thereby achieving a satisfactory compromise between the need to improve the Fund's results, and the provinces' need to have readily-available funds at good rates.

The arguments against this approach are:

- a. It would mean that provinces would be paying differing interest rates on their borrowings, which may aggravate national differences.
- b. If, for example, Alberta should issue no new public debt, there would still be difficulty in setting "fair" rates on Alberta's borrowings from the Plan.



SECTION SIX: CONCLUSIONS AND RECOMMENDATIONS

The Committee concludes as follows:

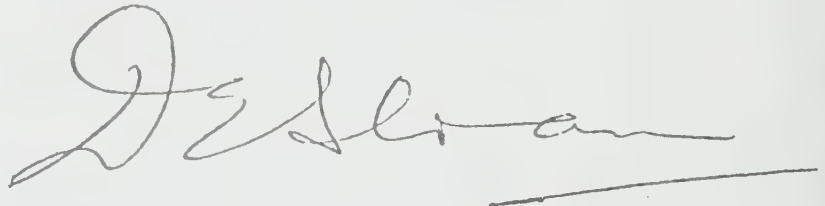
1. The existing mechanism for arriving at the interest rate for the special provincial securities purchases by CPP investment funds has deteriorated over the years. With the disappearance from the rate base in October of this year of the 6½% bonds of 1995, and the prospective inclusion of the perpetuals, the present rate base will become not just unrealistic but indefensible. To use less than 1% of the debt of the Government of Canada (and an infrequently traded 1% at that) as the pricing basis for more than a billion dollars a year of new Fund investments is unfair to the Plan itself and to its participants.
2. The changes that have occurred in financial markets in recent years could not have been predicted when the existing mechanism was chosen, and indeed the existing mechanism itself was not the subject of detailed analysis at the time it was selected.
3. The CPP has gradually become the backbone of provincial financing. It is important, given the kinds of pressures now occurring in Canadian capital markets and those likely to occur in the next five years, that the CPP be strongly funded. Such strength obviously cannot come only from a change in the rate mechanism but at least this change in rate should be made.
4. As a major factor in Canadian personal savings, it is important that the CPP achieve a fair rate of return on investments and it is important that the investment aspects of the Fund be seen to be fair and suitably productive.
5. The better rate of return being achieved by the Quebec Plan is not just a source of some embarrassment to the Canada Plan, but a potential means of producing widely varying benefit levels from the two plans. The Committee strongly believes in uniformity between the two plans as far as is possible, and this will be difficult to achieve unless the Canada Plan achieves a better rate of return.

The Advisory Committee therefore recommends that the Minister of National Health and Welfare open discussions with the provinces as soon as possible concerning the establishment of a new interest rate mechanism. The Advisory Committee does not recommend that the investments of the Plan be diversified outside the provincial sphere. All that is needed is a fairer rate of return on new provincial bonds acquired for the Plan.

The Advisory Committee recommends that a new formula be derived along the lines set out in Alternative Six of the Report (use one interest rate for all provinces based on weighted average provincial bond rate) or Alternative Seven of the Report (same as Alternative Six, with optional rate for each province).

This Report was approved by the Advisory Committee at a meeting held at Ottawa on May 8, 1975.

Respectfully submitted,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'J. E. L. ...', is written over a horizontal line.

Chairman,  
Canada Pension Plan Advisory  
Committee.

GOVERNMENT OF CANADA

Details Pertaining to Outstanding Debt  
December 31, 1974 Compared to December 31, 1964.

(Millions of Dollars)

	<u>December 31, 1974</u>		<u>December 31, 1964</u>	
	<u>Amount</u>	<u>Percent of total</u>	<u>Amount</u>	<u>Percent of total</u>
Treasury Bills	\$ 5,630	16.9%	\$ 2,140	10.4%
Canada Savings Bonds	13,175	38.9	5,613	27.2
<u>Canada Bonds</u>				
3 Years and Under	6,325	18.7	3,572	17.3
3 - 5 Years	3,086	9.1	1,841	8.9
5 - 10 Years	3,673	10.8	2,313	11.2
10 - 20 Years	1,641	4.8	4,088	19.8
20 Years and Over (Note 1)	352	1.0	1,062	5.1
Total (Note 2)	<u>\$33,882</u>	<u>100.0%</u>	<u>\$20,629</u>	<u>100.0%</u>

Notes:

1. The issues of 20 years or more to maturity were:-

As at December 31, 1964

\$100 million at 5.75% due January 1, 1985 and issued January 1, 1960  
 \$165 million at 5.00% due October 1, 1987 and issued October 1, 1960  
 \$270 million at 5.00% due October 15, 1987 and issued October 15, 1962  
 \$150 million at 5.00% due June 1, 1988 and issued June, 1963 and February, 1964  
 \$125 million at 5.25% due May 1, 1990 and issued April and July, 1964  
 \$197 million at 3.75% due March 15, 1998 and issued September 15, 1956  
 \$ 55 million at 3.00% Perpetuals issued September 15, 1936

As at December 31, 1974

\$100 million at 6.50% due October 1, 1995 and issued October 1, 1968  
 \$197 million at 3.75% due March 15, 1998 and issued September 15, 1956  
 \$ 55 million at 3.00% Perpetuals issued September 15, 1936.

2. Excluded are: matured and outstanding market issues all held by the general public, \$16 million for 1964 and \$21 million for 1974 year-end.  
 non-marketable securities held by Government accounts,  
 \$88 million for 1964 and \$49 million for 1974 year-end.

Source: Bank of Canada Review, February, 1975 and Bank of Canada Statistical Summary, December, 1965.



- 27 -

Yields on Various Outstanding Canadian Bonds  
As At December 31, 1974

---

	<u>December 31, 1974</u>
6.50 % Canada 1995	8.89
3.75 Canada 1996/1998	8.22
3.00 Canada Perpetuals(1)	7.89
10.25 Ontario Hydro 1994/1999	10.04
7.375 Ontario Hydro 1997	9.61
10.00 Bell Canada 1996	10.47
8.00 Bell Canada 1997	10.38
7.75 Imperial Oil 1992	10.32
10.625 Imperial Oil 1994	10.50

---

(1) It has since been announced that the Perpetuals will be redeemed September 15, 1996.

Source: Richardson Securities of Canada.

### APPENDIX III

- 28 -

Comparison of Yields on Recent Canadian Bond Issues  
and the Rate of Interest Charged on Securities  
Issued to the CPP Investment Fund

---

<u>Province(1)</u>	<u>Date of New Issue</u>	<u>Maturity of New Issue</u>	<u>Yield(2)</u>	<u>CPP Lending Rate<sup>(3)</sup> Year 1975</u>	<u>Difference</u>
Ontario (Hydro)	Feb. 10/75	2000	9.50	8.38	1.12
B.C. (Hydro)	Jan. 2/75	2000	10.11	8.46	1.65
Newfoundland	Feb. 17/75	1996	10.00	8.38	1.62
P.E.I.	March 15/75	1995	9.73	8.21	1.52
Nova Scotia	March 3/75	2000	9.35	8.21	1.14

---

(1) Details pertaining to a guaranteed issue are shown in parenthesis after name of province.

(2) Yield to maturity for the lender. Provincial borrowing costs also include commissions, underwriting costs, etc. and therefore are larger than the rate of interest paid to the lender.

(3) Average weighted yield of Canada bonds with a maturity of 20 years or more for the first three days of the month.

Source: Various financial publications, A.E. Ames & Co. Limited, and Dominion Securities Corp. Harris & Partners Limited.

CANADA PENSION PLAN  
FUND INVESTMENTS BY PROVINCE  
FISCAL YEARS 1968-1969 TO 1974-1975  
AND BY MONTH FOR 1974-1975

(\$'000,000)

<u>PERIOD</u>	<u>NFLD.</u>	<u>P.E.I.</u>	<u>N.S.</u>	<u>N.B.</u>	<u>QUE.</u>	<u>ONT.</u>	<u>MAN.</u>	<u>SASK.</u>	<u>ALTA.</u>	<u>B.C.</u>	<u>CAN.</u>	<u>TOTAL</u>	<u>CUM. TOT.</u>
1965-1966	23.7	4.3	47.9	37.0	2.2	728.6	76.4	55.6	113.3	186.1	5.7	1,280.8	1,280.8
to													
1967-1968	14.2	2.9	29.2	21.8	2.4	412.0	42.3	35.9	68.4	107.5	5.6	742.2	2,022.9
1968-1969	15.6	3.2	31.6	24.2	3.1	445.8	47.7	40.4	77.1	117.2	4.1	809.9	2,832.7
1969-1970	16.8	3.5	34.0	25.8	5.1	476.0	51.5	42.9	82.3	125.1	5.4	868.5	3,701.3
1970-1971	17.6	3.6	35.7	26.8	6.6	498.3	53.7	42.7	87.1	131.2	6.5	910.0	4,611.3
1971-1972	19.0	3.8	38.6	28.8	8.0	536.4	57.4	43.2	94.6	141.5	7.1	978.3	5,689.6
1972-1973	21.7	4.3	43.8	32.8	8.1	606.6	64.5	47.8	108.2	161.7	7.9	1,107.4	6,697.0
1973-1974	25.8	5.3	50.9	38.3	7.9	701.8	74.5	55.6	126.6	189.1	9.1	1,284.9	7,981.9
1974-1975													
To date													
April	2.8	0.6	5.4	4.1	0.9	75.2	8.0	5.9	13.5	20.2	1.0	137.6	6,834.6
May	2.7	0.5	5.2	4.0	0.8	72.5	7.7	5.7	13.0	19.5	0.9	132.5	6,967.1
June	3.4	0.7	6.8	5.1	1.0	93.4	9.9	7.4	16.8	25.1	1.2	170.9	7,138.0
July	2.1	0.4	4.1	3.1	0.6	56.6	6.0	4.5	10.2	15.2	0.7	103.7	7,241.7
August	2.3	0.5	4.4	3.3	0.7	61.2	6.5	4.8	11.0	16.5	0.8	112.0	7,353.7
September	1.7	0.4	3.4	2.6	0.5	47.1	5.0	3.7	8.5	12.7	0.6	86.2	7,439.9
October	1.9	0.4	3.8	2.9	0.6	52.9	5.6	4.2	9.5	14.2	0.7	96.8	7,536.6
November	1.7	0.3	3.3	2.5	0.5	45.1	4.8	3.6	8.1	12.1	0.6	82.5	7,619.2
December	1.4	0.3	2.8	2.1	0.4	39.1	4.1	3.1	7.1	10.5	0.5	71.6	7,690.7
January	1.1	0.2	2.2	1.7	0.3	30.2	3.2	2.4	5.5	8.2	0.4	55.4	7,746.1
February	1.7	0.3	3.3	2.5	0.5	45.0	4.8	3.6	8.2	12.2	0.6	82.6	7,828.7
March	3.1	0.6	6.1	4.6	0.9	83.5	8.9	6.6	15.2	22.7	1.1	153.2	7,981.9
TOTAL	154.4	30.9	311.7	235.6	43.5	4,405.5	467.9	364.1	757.6	1,159.4	51.5	7,981.9	
To date													
% Distribution	1.93	0.39	3.91	2.95	0.54	55.19	5.86	4.56	9.49	14.53	0.65	100.0	

APPENDIX IV



ATTACHMENT A: THE EFFECT ON THE FUND OF A YIELD IMPROVEMENT

Any alteration of the interest rate mechanism designed to bring the rate on new borrowings to, or closer to, market rates would have the result of increasing new money rates by 1% to 1½%. It may seem that such an increase would be only of marginal impact and thus that the analysis undertaken in this report is an academic question.

Although the workings of compound interest are familiar to many Canadians, particularly those working in the financial community, most Canadians have some difficulty appreciating how compounding works. Since the Canada Pension Plan is in a positive cash flow position, it reinvests its interest income and thus compounds it. The following illustration shows what would happen if the Plan had the same contributions and same deductions in each year as it had in fiscal 1974 and what the effect on the Fund would be under varying new money interest rates. Higher assumed rates would produce even more impressive results.

1973                      Beginning of the year                      Fund = \$5.793 billion

Cash flow = Contributions - Expenses  
               .715        =        1,019        -        .304

Rate of return on Fund for 1973 =

$$\frac{\text{Interest (1973)}}{\text{Fund (beg. of 1973)} + \frac{\text{Cash flow (1973)}}{2}} = \frac{.416}{5.793 + \frac{.715}{2}} = 6.763\%$$

Assuming 1973 Fund (end of the year) = 6.934 billion earns 6.763%  
 and new investments earn        i. 7% for each of next 5 years  
     ii. 8%  
     iii. 8.25%  
     iv. 8.50%

i. @7%		(\$ Billion)			
	<u>Fund</u> <u>(beg. of yr.)</u>	<u>Cash</u> <u>Flow</u>	<u>Interest</u> <u>Income</u>	<u>Final (Y/E)</u>	
	1974	6.934	.715	.494	8.143
	1975	8.143	.715	.579	9.437
	1976	9.437	.715	.669	10.821
	1977	10.821	.715	.766	12.302
	1978	12.302	.715	.870	13.887
	1979	13.887	.715	.981	15.583
ii. @8%					
	1974	6.934	.715	.498	8.147
	1975	8.147	.715	.595	9.457
	1976	9.457	.715	.699	10.871
	1977	10.871	.715	.813	12.399
	1978	12.399	.715	.935	14.049
	1979	14.049	.715	1.067	15.831
iii. @8.25%					
	1974	6.934	.715	.498	8.147
	1975	8.147	.715	.598	9.460
	1976	9.460	.715	.707	10.882
	1977	10.882	.715	.824	12.421
	1978	12.421	.715	.951	14.087
	1979	14.087	.715	1.089	15.891
iv. @8.50%					
	1974	6.934	.715	.499	8.148
	1975	8.148	.715	.603	9.466
	1976	9.466	.715	.715	10.896
	1977	10.896	.715	.836	12.447
	1978	12.447	.715	.968	14.130
	1979	14.130	.715	1.111	15.956

ATTACHMENT B: TWO PROVINCIAL PLANS

A revised interest rate formula or a revision of the investment philosophy of the Canada Pension Plan should not be considered a radical idea. In looking at alternative approaches, the Committee thought it worthwhile to consider how two public plans structure their investing. The Quebec Pension Plan and the Ontario Municipal Employees Retirement System were selected, not only because of their size, but because information on their practices is readily available. It is our opinion that the differences between their investment philosophies and the Canada Pension Plan's are instructive.

QUEBEC DEPOSIT AND INVESTMENT FUND

When the Quebec Pension Plan was initiated, the provincial government created a Crown Corporation, the Quebec Deposit and Investment Fund (Caisse de Dépôt et Placement du Québec) to invest the funds of the Quebec Pension Plan.

The investment operations of the Fund are defined by the incorporating legislation of the Fund. The Act stipulates that individual security selection conforms generally to security issues that would be acceptable under the Canadian and British Insurance Companies Act and the Quebec Life Insurance Act. The QPP legislation provides that a maximum of 30% of the assets can be invested in real estate. The Fund is also permitted to invest in securities otherwise ineligible, under a "basket" clause up to 7% of the Fund's total assets (provided that the investment in one company does not exceed more than 1% of the Fund's total assets). The legislation has not been a severe restriction and the Fund has been aggressively managed.

Since its inception, the management of the Fund has realized that the investment policies of the Fund embody two levels of responsibility, because the funds for investment are, on the one hand, private, both in source and application while, on the other hand, they are temporarily under public ownership. According to the



management of the Fund, the possible conflict of the two responsibilities is resolved by the Fund's role as a trusteeship. In the investment of the moneys the role of trusteeship prevails over all other considerations. The investment priorities, therefore, as stated in the Annual Reports of the Fund, are: first, the protection of the depositors, the realization of a rate of return in keeping with the risks assumed and an adequate diversification of investments; and second, preference is given to investments with greater potential benefit to the people of the Province of Quebec.

The Eighth Annual Report of the Fund contains an analysis of the investment policy of the Fund. Initially, the portfolio was made up almost exclusively of securities issued by government bodies. The distribution of the investments in public and private sector securities has, however, gradually evolved to the ratio of 64% in public securities and 36% in private securities at the end of 1973. The Fund has also shown a gradual reduction of fixed income securities in favour of variable income securities - the latter made up 19% of the Fund's assets at the end of 1973. The Fund has limited its investments to Canadian securities, mainly of Quebec origin.

With its bond portfolio the Fund plays a major role in maintaining a market for Government and Quebec and Hydro-Quebec bonds by purchasing and holding an adequate volume of all public issues of the above bonds. The Fund aggressively manages its stock portfolio which includes shares of a broad cross section of the principal Canadian companies. In the real estate and mortgage sector, the Fund's investment policy is oriented towards the financing of new construction within the limits of the Province of Quebec. The Fund has also undertaken private placements both of the public sector and the private sector.

The holdings of the Fund at December 31, 1973, were distributed as displayed in the following table:

<u>Percentage of</u> <u>Book Value</u>	<u>Assets</u>	<u>Book Value</u>	<u>Percentage</u>
71.86%	<u>Bonds</u>		
	Government of Canada	\$ 57,122,049	3.06%
	Government of Quebec		
	and Guaranteed	1,317,430,965	70.62
	Guaranteed by Provincial		
	Grants	87,814,481	4.71
	Municipal and School	141,284,968	7.57
	Corporate	261,895,547	14.04
		<hr/>	<hr/>
		\$1,865,548,010	100.00%
18.94%	<u>Stocks and Convertible</u> <u>Securities</u>		
	Public Utilities	\$ 82,901,028	16.86%
	Banks and Financial	64,189,460	13.06
	Consumer Goods and		
	Services	50,991,022	10.37
	Heavy and Secondary		
	Industries	117,081,343	23.81
	Oil and Gas	72,258,148	14.70
	Mines and Metals	62,669,359	12.75
	Forest Products	18,701,835	3.80
	Real Estate Companies	1,406,562	0.26
	Convertible Securities	21,456,471	4.37
		<hr/>	<hr/>
		\$ 491,655,228	100.00%
3.56%	<u>Mortgages</u>	\$ 93,186,449	61.58%
1.38%	<u>Mortgages Guaranteed by</u> <u>Trust Deed</u>	\$ 35,713,552	23.60%
0.89%	<u>Real Estate</u>	\$ 22,419,002	14.82%
		<hr/>	<hr/>
		\$ 151,319,003	100.00%
0.06%	<u>Assets Under Lease</u>	\$ 1,488,442	
3.31%	<u>Short-Term Investments</u>	\$ 85,943,437	
100.00%		<hr/>	
		\$2,595,954,120	

The Fund has reported annual improvements in the net rate of return of the portfolio. The Eighth Annual Report of the Fund reported that the net return on the average balance of deposits from QPP rose from 7.22% in 1972 to 7.32% in 1973 and that it was the seventh consecutive annual increase in the return of the investment portfolio. Calculated on the same basis, the administrative expenses in 1973 were 0.099%.

	Q.P.P. Net Return on <u>Average Balance</u>	C.P.P. Net Return on <u>Average Balance</u>
1970	6.997%	6.69%
1971	7.093	6.84
1972	7.219	7.00
1973	7.316	7.00
1974	7.88	7.08

The Management of the Fund realizes the necessity of expert advice of pension specialists. The Fund hopes to form a special Crown Corporation in order to give the organization more leeway in hiring and retaining specialists.

#### ONTARIO MUNICIPAL EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM

The Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS) provides pension benefits for Ontario's municipalities, their local boards and certain of Ontario's post-secondary educational institutions. As of 1973, OMERS has an annual cash flow of \$125 million, investments of \$503 million and provides a full range of pension benefits to 93,000 men and women in Ontario.

From 1963 until the end of 1974, the funds of OMERS had been invested, exclusively, in non-marketable Ontario debentures. The Government of Ontario agreed to issue the special long-term non-marketable debentures in 1962 in order that OMERS could be formed and provide a pension scheme - at uniform, stable and reasonable rates of contribution - for all Ontario municipal employees. In the early 1970's as OMERS' actuaries accumulated reliable data with regard to



the members' ages, sex, disability, retirement, mortality, etc., and as OMERS matured and stabilized, it became apparent that, with regard to investment policy, OMERS should commence to concern itself less with acceptability and less with stability and more with the rate of return on investments.

Effective with the year 1970, the OMERS' rate of interest was changed from a fixed rate to a floating rate. The rate was floated at

"a rate not less than the weighted average yield to maturity of the debentures and bonds issued or guaranteed in Canadian dollars by the Province within each year, plus 1/8 of 1% (to recognize that the availability of OMERS' funds to Ontario would eliminate Ontario's need to borrow such sums in the capital markets and to incur the legal, printing, bookkeeping, registration, bank and other charges which result from such a borrowing) for a term of not less than 20 years and not more than 30 years."

In 1973, the floating rate was made applicable to each year since the establishment of OMERS and Ontario made a special payment of the differences between the original rates in the years 1963 through 1969 and the floated rates for those years. The term of the debentures was also shortened. As a result of the change, the weighted average rate of interest on the Ontario debentures for the years 1963 to 1969 was increased from 5.78% to 6.89%. The rates of interest for 1970, 1971 and 1972 have been 9.1%, 7.85% and 8.02% respectively.

In 1973, the Treasurer of Ontario established the OMERS Joint Study Group to study OMERS' present investment policies, alternatives thereto and related matters and to report thereon. The Joint Study Group presented its Report on February 14, 1974.

The Report reviewed alternative investment policies for OMERS on the stated assumption that the best interest of OMERS would be served by investments which produce for OMERS the highest rate of return consistent with safety of principal and sound investment

practices. The alternatives considered included: non-marketable Ontario debentures using the present principles for determination of interest, non-market Ontario debentures using different principles for the determination of interest, Ontario municipal debentures and marketable Ontario bonds and debentures. The Joint Study Group also considered a hypothetical comparison between relative rates of return on OMERS' non-marketable Ontario debentures and on marketable securities in the Canadian capital markets.

The Report of Joint Study Group makes the following recommendation based on their studies of the above:

"If OMERS' future contributions were to be invested in a full range of marketable securities under The Pension Benefits Act and the Regulations thereunder, rather than in non-marketable Ontario debentures, the Study Group's studies support the finding that OMERS could achieve a higher return on the System's funds - possibly from a minimum of, say, 3/4 of 1% per annum to a maximum of, say, 1 1/4% per annum. (Such a higher return, on the basis of the funds to be available for investment would increase the System's investment income, considerably)."

The recommendation also included the following cautions:

"The Study Group cautions, most emphatically, however, that an increased rate of return would not be automatic (much work and knowledge would be required, over a relatively long period of time, by OMERS' policy makers and investment managers) and the effect of a greater rate of return would not be immediate (OMERS' present investment in Ontario debentures is large, and, therefore, the impact of securities with higher returns would not be reflected in OMERS' total rate of return for some years)."

The Joint Study Group also considered the requirements of an investment organization and recommended that:

"OMERS should not be authorized to invest in marketable securities unless the Treasurer of Ontario and the Government of Ontario are of the opinion that a high standard of organization and of personnel can be achieved."

and

"The cost to OMERS of a first-class investment management organization, within a relatively few years, would represent a small fraction of the additional income which OMERS would receive if the System were to be authorized to invest in a portfolio of marketable securities - approximately .15% of investment income."

The Joint Study Group also recognized that the transition to the investment of all moneys in marketable securities should not be made all on one specific date and recommended that the task be spread over a period of five years.

The Treasurer of Ontario accepted the Report's Recommendations and in the 1974 Ontario Budget stated that:

"in 1975 up to 20% of OMERS' net receipts be made available to the System for wider investment opportunities, with the balance to be invested in special Ontario debentures. The percentage will be increased from year to year as investment experience is developed by the OMERS' organization."

ATTACHMENT C: ROLE OF CPP IN PROVINCIAL FINANCING

The Advisory Committee has regularly indicated at its meetings that it feels the Canada Pension Plan should devote somewhat more of its resources to public relations campaigns to acquaint Canadians with its operations. Usually these suggestions have taken the form of comments that perhaps somewhat more effort could be devoted to projects such as "stuffers" with the Income Tax forms, along the lines practised by the Quebec Pension Plan. The comments made by members over the years have not been to suggest that the existing public relations program was poorly handled, but that it could be expanded.

The Advisory Committee is of the view that one aspect of the Plan in particular needs a better presentation -- the way provinces use the CPP funds. Canadians generally are aware of the kinds of benefits CPP pays to persons who qualify, but they are not aware of the tremendous benefits all Canadians receive indirectly as a result of the investment of CPP funds. Hospitals, schools, universities, highways and hydro projects have been and are being financed by Canadians' savings through CPP, and this part of CPP benefits deserves wider publicity.

One reason the CPP needs publicity about this "benefit" we all enjoy is that the provinces are not drawing people's attention to just how important CPP loans are in provincial finances. The Advisory Committee notes that the "low profile" approach of the CPP may even have led, however indirectly, to some provincial financial reporting that could lead to confusion in voters' minds about the nature of CPP investments themselves. The provincial securities purchased each month by the CPP are in every respect legal provincial debt issues. Their only differences from other provincial bonds are their lower interest rate, their non-marketability, and their call provision in the event that the CPP Fund needs to raise cash to pay benefits. Otherwise, they should be accorded the same treatment in public reports as any other form of provincial debt. It would appear,



however, that such recognition of the CPP investments will have to come from CPP publicity. The provinces do not seem to promote this feature of the Plan.

#### ONTARIO

Ontario, for example, makes a distinction between what it calls "non-public borrowing" and "public borrowing". "Public borrowing" is defined as the securities issued in the public financial markets. "Non-public borrowing" is defined as the moneys received from government sources, mainly from pension plans (the CPP Investment Fund is the largest source of these moneys).

Both the 1974 Ontario Budget and the 1975 Ontario Budget make the point that Ontario has been able to reduce its public debt.

The 1974 Ontario Budget makes the following statement:

"I (the Treasurer) am pleased to report that I have accomplished a reduction in the outstanding public debt of \$225 million in 1973-74."

The 1975 Ontario Budget shows a reduction in public debt in the fiscal year 1974-75 of \$304 million with an additional \$65 million of Ontario bonds held in portfolio at year-end ready to be retired. The 1975 Ontario Budget states that:

"Over the past two fiscal years, the province has reduced public debt by \$532 million representing almost one-third of its outstanding publicly held debt."

The following table prepared from the 1975 Ontario Budget shows how Ontario has been able to reduce its public debt.

Ontario's Statement of Operational Cash  
Requirements and Related Financing (Summarized)  
(\$ Millions)

	<u>1972-73</u>	<u>1973-74</u>	<u>Interim 1974-75</u>	<u>Estimated 1975-76</u>
Net Cash Requirements	744	708	1,030	1,669
Non-public borrowing				
Canada Pension Plan	536	607	702	750
Other funds (OMERS etc.)	<u>244</u>	<u>330</u>	<u>450</u>	<u>375</u>
Total Non-public borrowing	780	937	1,152	1,125
Total Public borrowing	252	(228)	(304)	(31)
Reduction or (Increase) in Liquid Reserves	(288)	(1)	182	-
Financing to be determined	-	-	-	575
Total Financing	744	708	1,030	1,669

It is important to note from the table that while Ontario has been able to reduce its "Public Borrowing", the total "Non-Public Borrowing" has increased. The main source of this "Non-Public Borrowing" has been the CPP Investment Fund.

BRITISH COLUMBIA

British Columbia also separates the financing that it receives from the CPP Investment Fund from financing from capital markets and, in fact, refers to the CPP funds as "its own internal investment funds". The 1974 Budget Speech of the Province of British Columbia states that:

"The Province continues to meet the Provincial Crown Corporations' capital requirements from its own internal investment funds, thus keeping away from costly borrowings in the public markets. In 1973, \$152,396,000 from the Canada Pension Fund and \$181,500,000 in Provincial trustee funds were made available at market prices."

The British Columbia Financial and Economic Review, August, 1974, that is published in conjunction with the Budget further states that:

"None of the Provincial Crown Corporations have been to the money market since October, 1967, except for the normal roll-over parity development bonds and the occasional short-term financing requirement."

It is of interest that British Columbia borrows from the CPP Investment Fund at the CPP formula rates and then makes the funds available to the Provincial Crown Corporations at "market prices".

#### SASKATCHEWAN

Saskatchewan also notes the benefit it receives by borrowing from the CPP Investment Fund. The 1974 Saskatchewan Budget Speech reviews the province's capital financing activities in 1973 and states that:

"Once again we realized substantial savings by taking advantage of all funds made available by the Canada Pension Plan. The average interest rate was only 7.46 per cent."

The budget statement includes a table listing the debentures issued by Saskatchewan in 1973, including:

Public Market Issues	- 30,000,000 at 7.75%
	- 30,000,000 at 8.25%
CPP Fund	- 45,213,000 (ave. 7.46%)

#### OTHER PROVINCES

The Province of New Brunswick also displays the savings that it was able to achieve by borrowing moneys from the CPP Investment Fund. The 1974 New Brunswick Budget states that while the province floated one debenture issue of \$50 million in the United States, paying a coupon rate of 8 3/8%, the province was also able to raise approximately \$33 million from the CPP Investment Fund at an average rate of interest of 7.53% (different fiscal period than Saskatchewan).

The other provinces are less definitive in their approach to displaying funds received from the CPP Investment Fund in their annual budget statements. All provinces have, however, taken full advantage of the moneys available to them from the CPP Investment Fund. It would be poor money management to do otherwise.

To the provinces, the CPP funds represent a very substantial, easily accessible, steady source of ready provincial financing, at below-market rates.



MEMBERS

OF

CANADA PENSION PLAN ADVISORY COMMITTEE

Mr. D.E. Sloan (Chairman)  
Montreal, Quebec

Mr. J.T. Birkenshaw (Vice-Chairman)  
Toronto, Ontario

Mr. J.L. Bernard  
Dalhousie, New Brunswick

Miss V. Kasurak  
Windsor, Ontario

Mrs. C.M. Bowman  
Winnipeg, Manitoba

Mr. D. Lee  
Ottawa, Ontario

Mr. D.G.M. Coxe  
Guelph, Ontario

Mrs. M. Marteinson  
Calgary, Alberta

Mrs. A.I. Derby  
Vancouver, British Columbia

Mrs. H.B. Mitton  
Moncton, New Brunswick

Mr. R.C. Dowsett  
Toronto, Ontario

Mr. M. Moyaert  
Montague, Prince Edward Island

Miss G. Goodspeed  
Saskatoon, Saskatchewan

Mr. G. Nicol  
Kamloops, British Columbia

Mr. A.C.L. Hudson  
St. John's, Newfoundland

Mr. R.W. Porter  
London, Ontario

MEMBRES

DU

COMITE CONSULTATIF DU REGIME DE PENSIONS DU CANADA

M. D.E. Sloan (Président)  
Montréal, Québec

M. J.T. Birkenshaw (Vice-président)  
Toronto, Ontario

M. J.L. Bernard  
Dalhousie, Nouveau-Brunswick

Mme C.M. Bowman  
Winnipeg, Manitoba

M. D.G.M. Cox  
Guelph, Ontario

Mme A.I. Derby  
Vancouver, Colombie-Britannique

M. R.C. Dowsett  
Toronto, Ontario

Mlle G. Goodspeed  
Saskatoon, Saskatchewan

M. A.C.L. Hudson  
St. John's, Terre-Neuve

M. R.W. Porter  
London, Ontario

M. G. Nicol  
Kamloops, Colombie-Britannique

M. M. Moyaert  
Montague, Ile-du-Prince-Edouard

Mme H.B. Milton  
Moncton, Nouveau-Brunswick

Mme M. Martenson  
Calgary, Alberta

M. D. Lee  
Ottawa, Ontario

Mlle V. Kasurak  
Windsor, Ontario

#### AUTRES PROVINCES

Le Nouveau-Brunswick fait également état des économies qu'il a réalisées grâce aux emprunts sur le Fonds de placement du R.P.C. Le budget de 1974 mentionne que, même si la province a libéré aux États-Unis une émission de débentures de 50 millions de dollars, dont le rendement au coupon est établi à 8 3/8%, elle a également emprunté quelque \$33 millions du Fonds de placement à un taux d'intérêt moyen de 7.53% (à noter que l'année financière est différente de celle de la Saskatchewan).

Les autres provinces sont moins précises dans leurs allusions aux capitaux reçus du Fonds de placement. Néanmoins, elles ont toutes tiré profit des sommes mises à leur disposition; recourir à d'autres fonds serait faire preuve de mauvaise gestion financière.

Pour les provinces, les capitaux du Régime de pensions du Canada constituent une source de financement considérable, régulière et facilement accessible, à des taux inférieurs au cours du marché.

emprunts coûteux sur les marchés publics. En 1973, elle a offert, au prix du marché, \$152 396 000 du Fonds de placement du R.P.C. et \$181 500 000 de fonds fiduciaires provinciaux." (traduction)

La British Columbia Financial and Economic Review, publiée conjointement avec le budget, mentionnait également, dans le numéro du mois d'août 1974:

"Aucune société de la Couronne provinciale n'a dû recourir au marché monétaire depuis octobre 1967, exception faite des nouvelles émissions régulières d'obligations de valeurs équivalentes pour fins d'expansion et, à l'occasion, des besoins occasionnels de financement à court terme." (traduction)

Il est intéressant de noter que la Colombie-Britannique emprunte du Fonds de placement aux taux établis et met ensuite les fonds à la disposition des sociétés de la Couronne au cours du marché.

#### LA SASKATCHEWAN

La Saskatchewan fait également état des avantages qu'elle retire des emprunts au Fonds de placement du R.P.C.. Le discours du budget de 1974, en faisant la revue des activités de financement du capital en 1973, déclare que:

"Encore une fois, il a été possible de réaliser des économies substantielles en tirant parti de tous les fonds mis à notre disposition par le Régime de pensions du Canada. Le taux d'intérêt moyen n'était que de 7.46%." (traduction)

Le budget contient un tableau des dépenses émises par la Saskatchewan en 1973, dont:

Emissions sur le marché public - 30 000 000 à 7.75%  
- 30 000 000 à 8.25%  
Fonds de placement du R.P.C. - 45 213 000 (en moyenne 7.46%)



État (sommaire) des besoins nets de trésorerie  
et du financement connexe  
(en millions de dollars)

	1972-1973	1973-1974	Période intermédiaire 1974-1975	Prévisions 1975-1976
Besoins nets de				
trésorerie	744	708	1,030	1,669
Emprunts non publics				
Régime de pensions	536	607	702	750
du Canada				
Autres fonds				
(OMERS, etc.)	244	330	450	375
Total des emprunts	780	937	1,152	1,125
non publics				
Total des emprunts	252	(228)	(304)	(31)
publics				
Réduction (ou augmen-				
tation) des réserves	(288)	(1)	182	-
numéraires				
Financement à				
déterminer	-	-	-	575
Financement total	744	708	1,030	1,669

Il est important de noter que, même si l'Ontario a pu réduire ses "emprunts publics", le total des "emprunts non publics" a par ailleurs augmenté. La principale source de ces derniers a été le Fonds de placement du Régime de pensions du Canada.

LA COLOMBIE-BRITANNIQUE

La Colombie-Britannique distingue aussi les ressources qu'elle reçoit du Fonds de placement de celles qui proviennent du marché de capitaux et elle considère effectivement ces fonds comme étant "son propre Fonds de placement interne". Le discours du budget de 1974 déclare que:

"La province continue de satisfaire aux besoins en capitaux des sociétés de la Couronne en puisant dans son propre Fonds de placement interne et s'abstient ainsi d'effectuer des

Il appert, cependant, que le Régime devra lui-même faire de la publicité sur l'importance de ses placements, étant donné que les provinces ne semblent pas promouvoir cette caractéristique.

#### L'ONTARIO

L'Ontario, par exemple, distingue entre les "emprunts non publics" et les "emprunts publics". Les "emprunts publics" sont les titres émis sur le marché public, tandis que les "emprunts non publics" désignent les sommes provenant de sources gouvernementales, notamment des régimes de pension (le Fonds de placement du R.P.C. en constitue la source la plus importante).

Les budgets ontariens de 1974 et de 1975 signalent tous deux que l'Ontario a pu réduire ainsi sa dette publique.

Le budget de 1974 contient l'affirmation suivante:

"J'ai (le trésorier) le plaisir d'annoncer que j'ai réduit de 225 millions de dollars la dette publique active en 1973-1974." (traduction)

Le budget de 1975 indique, pour l'année financière 1974-1975, une réduction de la dette publique de l'ordre de 304 millions de dollars et un montant supplémentaire de 65 millions en obligations détenues en portefeuille pour être remboursées à la fin de l'année. Le budget affirme ce qui suit:

"Au cours des deux dernières années financières, la province a réduit la dette publique de 532 millions de dollars, ce qui représente près d'un tiers de sa dette active." (traduction)

Le tableau suivant, établi à partir du budget de 1975, montre comment l'Ontario a pu réduire sa dette publique.

Le Comité consultatif a maintes fois souligné, lors de ses réunions, que le Régime de pensions du Canada devrait consacrer plus de ressources aux campagnes publicitaires afin de mieux faire connaître son fonctionnement aux Canadiens. Ces recommandations laissent généralement entendre qu'il fallait s'attacher davantage à des moyens de promotion, comme les dépliant joints aux formules de déclaration d'impôt, à l'instar du Régime des rentes du Québec. Les membres du Comité ont insisté au cours des années non pas sur la mauvaise gestion, mais sur l'élargissement, des relations publiques.

Le Comité consultatif est d'avis qu'il y a lieu d'améliorer la présentation d'un aspect du Régime, à savoir la façon dont les provinces utilisent les capitaux du R.P.C. En général, les Canadiens connaissent la nature des prestations versées aux personnes admissibles au Régime, mais ils ignorent les avantages importants que leur assure indirectement le placement des capitaux du Régime. Les hôpitaux, les écoles, les universités, les routes et les complexes hydro-électriques sont, et ont été, financés grâce aux épargnes réalisées par les cotisants du R.P.C. et c'est sur quoi il faut insister davantage. Le besoin de mousser la publicité sur cet "avantage" dont nous profitons tous s'explique en partie du fait que les provinces ne soulignent pas suffisamment l'importance des prêts du R.P.C. dans les finances provinciales. Le Comité consultatif fait remarquer que cette approche conservatrice peut avoir mené les provinces, tant soit peu indirectement, à semer la confusion chez les électeurs au sujet de la nature même des placements du Régime. Les titres provinciaux achetés chaque mois par le Fonds sont en tous points des émissions légales sur la dette provinciale. La seule différence qui les sépare d'autres obligations provinciales réside dans leur taux d'intérêt peu élevé, leur non-négociabilité et leur option de rachat, au cas où le Fonds de placement aurait besoin de capitaux pour verser des prestations. Autrement, les titres devraient être considérés de la même façon dans les rapports publics que d'autres formes de dette provinciale.

En étudiant les critères auxquels doit satisfaire un organisme de placement, le Groupe d'étude a recommandé que:

"L'OMERS ne soit pas autorisé à investir en titres négociables à moins que le trésorier de l'Ontario et le gouvernement de la province ne soient d'accord qu'il est possible d'atteindre un haut degré d'excellence dans l'administration et le personnel". (traduction)

et a indiqué que:

"Le coût de la mise sur pied d'un organisme de placement efficace représenterait, dans relativement peu d'années, une faible partie du revenu supplémentaire que toucherait l'OMERS si le système était autorisé à investir en une série de titres négociables (environ 15% du revenu des placements)". (traduction)

Le Groupe d'étude reconnaît également que le placement de tous les avoirs dans les titres négociables ne devrait pas se faire en une seule opération, mais qu'il devrait être étalé sur une période de cinq ans.

Le trésorier de l'Ontario a approuvé les recommandations du rapport; en effet, on pouvait lire, dans le budget de 1974, que:

"en 1975, environ 20% des revenus nets de l'OMERS seront affectés à des secteurs de placements plus étendus, le solde étant placé dans les débentures spéciales de l'Ontario. Le pourcentage de ces autres placements prendra une proportion plus grande d'année en année, à mesure que l'OMERS acquerra l'expérience nécessaire dans le placement des capitaux". (traduction)



d'effectuer des placements qui produiraient le meilleur taux de rendement possible tout en observant une certaine marge de sécurité et de bonnes pratiques de placement. Parmi les solutions envisagées, on normaliserait les débentures non négociables de l'Ontario, en faisant appel aux formules actuelles et à d'autres formules de calcul de l'intérêt, les débentures municipales de l'Ontario et les obligations et débentures négociables de l'Ontario. Le Groupe d'étude a également fait une comparaison hypothétique entre les taux de rendement relatifs des débentures de l'Ontario non négociables appartenant à l'OMERS et les titres négociables sur le marché canadien.

Voici les recommandations issues de ses études:

"Les résultats des études révèlent que si les futures cotisations de l'OMERS étaient placées dans une gamme complète de titres négociables en vertu de la Pensions Benefits Act et des règlements afférents, au lieu des débentures non négociables de l'Ontario, l'OMERS pourrait obtenir un meilleur rendement de ses capitaux (entre 3/4 de 1% et 1 1/4% de plus par année). Un tel rendement améliorerait considérablement le revenu tiré des placements de l'OMERS."

(traduction)

Les recommandations portaient également sur les mises en garde suivantes:

"Le Groupe d'étude tient toutefois à préciser que l'on n'obtiendrait pas automatiquement un meilleur taux de rendement, car les concepteurs des politiques et les gestionnaires des placements devront consacrer beaucoup de temps, de travail et d'études à ce secteur; par ailleurs, les effets de ce meilleur taux de rendement ne se feraient pas immédiatement sentir, car les placements de l'OMERS dans les débentures de l'Ontario sont importants et, par conséquent, il faudra quelques années au moins avant que les effets des titres à rendement plus élevé soient notables par rapport à l'ensemble des placements de l'OMERS." (traduction)

ayant compilé des données exactes sur l'âge, le sexe, l'état d'invalidité, la retraite et la mortalité des cotisants et comme l'OMERS gagnait en importance et en stabilité, il était devenu apparent que l'OMERS devait moins se préoccuper de l'acceptation et de la stabilité de sa politique d'investissement que du taux de rendement de ses placements.

À partir de 1970, le taux d'intérêt de l'OMERS a été admis à flotter

"à un taux non inférieur au rendement moyen pondéré à l'échéance des débentures et des obligations en dollars canadiens émises et garanties par la province au cours d'une année, plus 1/8 de 1% (pour reconnaître que, grâce à la présence des capitaux de l'OMERS, l'Ontario ne serait plus obligé d'emprunter ces sommes sur le marché des capitaux, et pour comprendre divers frais: contentieux, impression, comptabilité, immatriculation, banques, etc., qui résultent de ces emprunts) pour un terme non supérieur à 30 ans, mais non inférieur à 20 ans". (traduction)

En 1973, le taux flottant a été appliqué à chaque année consécutive à l'établissement de l'OMERS, et l'Ontario a versé, sous forme de paiement spécial, la différence entre les taux antérieurs des années 1963 à 1969 et les taux flottants pour ces mêmes années. La durée des débentures a également été abrégée. Ces modifications ont porté le taux d'intérêt moyen pondéré des débentures de l'Ontario pour les années 1963 à 1969 de 5.78% à 6.89%, et les taux d'intérêt de 1970, 1971 et 1972 ont atteint 9.1%, 7.85% et 8.02% respectivement.

En 1973, le trésorier de l'Ontario a établi le Groupe d'étude conjoint de l'OMERS, qui avait pour mandat d'étudier les politiques actuelles de placement de l'OMERS et d'autres questions connexes, de considérer des solutions de rechange et de faire rapport à ce sujet. Le Groupe d'étude a présenté son rapport le 14 février 1974.

Le rapport a examiné diverses politiques de placement en partant du principe qu'il serait dans le meilleur intérêt de l'OMERS

La Caisse de dépôt a amélioré chaque année le rendement net de son portefeuille. Le huitième rapport annuel indique que le rendement net des dépôts moyens est passé de 7.22% en 1972 à 7.32% en 1973, ce qui constitue la septième augmentation annuelle consécutive du rendement du portefeuille de placements. Calculés sur la même base, les frais d'administration représentaient 0.099% en 1973.

R.R.Q.		
Rendement net des		dépôts moyens
6.997%	7.093	1970
7.219	7.093	1971
7.316	7.00	1972
7.88	7.00	1973
	7.08	1974
R.P.C.		
Rendement net des		dépôts moyens
6.69%	6.84	1970
	7.00	1971
	7.00	1972
	7.00	1973
	7.08	1974

La direction de la Caisse de dépôt reconnaît la nécessité de s'adjoindre le concours de spécialistes des pensions. Elle espère former une société de la Couronne spéciale afin d'avoir une plus grande latitude à l'égard de l'embauche de spécialistes.

# ONTARIO MUNICIPAL EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM

L'Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS) fournit des prestations de pension aux municipalités de l'Ontario, à leurs conseils locaux et à certains établissements du niveau post-secondaire. En 1973, les ressources de l'OMERS totalisaient 125 millions de dollars et les placements, 503 millions de dollars. Cet organisme fournit une gamme complète de prestations de retraite à quelque 93 000 Ontariens.

De 1963 à la fin de 1974, les fonds de l'OMERS étaient placés uniquement dans des débentures non négociables de l'Ontario. Le gouvernement de la province a accepté d'émettre, en 1962, des débentures spéciales à long terme et non négociables afin que l'OMERS puisse être constitué et fournir un régime de pensions à des taux uniformes, stables et raisonnables pour tous les employés municipaux de l'Ontario. Au début des années 1970, les actuaires de l'OMERS

Voici le relevé des placements de la Caisse de dépôt au 31 décembre 1973:

% Valeur comptable	Actifs	Valeur comptable	Distribution
71.86%	<u>Obligations</u>		
	Gouvernement du Canada	\$ 57 122 049	3.06%
	Gouvernement du Québec et garanties	1 317 430 965	70.62
	Garanties par octroi provincial	87 814 481	4.71
	Municipales et scolaires	141 284 968	7.57
	Compagnies	261 895 547	14.04
18.94%	<u>Actions et valeurs convertibles</u>	\$1 865 548 010	100.00%
	Services publics	82 901 028	16.86%
	Banques et finance	64 189 460	13.06
	Consommation et services	50 991 022	10.37
	Industries de structure	117 081 343	23.81
	Pétrole et gaz	72 258 148	14.70
	Mines et métaux	62 669 359	12.75
	Produits forestiers	18 701 835	3.80
	Sociétés d'immeubles	1 406 562	0.26
	Valeurs convertibles	21 456 471	4.37
3.56%	<u>Créances hypothécaires</u>	\$ 491 655 228	100.00%
1.38%	<u>Créances hypothécaires garanties par acte de fiducie</u>	\$ 35 713 552	23.60%
0.89%	<u>Immeubles</u>	\$ 22 419 002	14.82%
0.06%	<u>Biens en location à bail</u>	\$ 1 488 442	100.00%
3.31%	<u>Valeurs à court terme</u>	\$ 85 943 437	
100.00%		\$2 595 954 120	



part, ils sont temporairement d'appartenance publique. D'après la direction, ces ordres seraient de nature à entrer parfois en conflit, si ce n'était du rôle fiduciaire de la Caisse de dépôt. Dans la détermination de la politique de placement, ce rôle de fiduciaire prévaut en effet sur toutes les autres considérations. Les priorités d'investissement sont donc, d'après les rapports annuels de la Caisse, la protection des déposants, le maintien d'un taux de rendement compatible avec les risques assumés, et une saine diversité dans les placements; on accorde ensuite la préférence aux placements qui seraient les plus profitables aux Québécois.

Le huitième rapport annuel de la Caisse de dépôt contient une analyse de la politique de placement de la Caisse. À l'origine, le portefeuille était essentiellement composé de titres d'organismes gouvernementaux. La répartition des placements dans les titres publics et privés a progressivement passé à 64% et 36% respectivement, à la fin de 1973. La Caisse de dépôt a également enregistré une réduction progressive des titres à revenu fixe au profit des titres à revenu variable, ceux-ci constituant, à la même période, quelque 19% de l'actif. Elle a restreint ses placements à des valeurs canadiennes, principalement québécoises.

Avec son portefeuille d'obligations, la Caisse joue un rôle prépondérant dans le maintien d'un marché pour les obligations du gouvernement fédéral et celles du Québec et de l'Hydro-Québec, en achetant et détenant un volume adéquat de toutes les émissions publiques de ces obligations. La Caisse de dépôt opère une gestion dynamique de son portefeuille d'actions, qui comprend des parts d'une vaste échelle des principales compagnies canadiennes. Dans le secteur des immeubles et hypothèques, la politique de placement de la Caisse de dépôt est orientée vers le financement de nouvelles constructions au Québec. La Caisse de dépôt a également entrepris des placements privés dans le secteur public et privé.

L'adoption d'une formule d'intérêt révisée ou la révision de la politique d'investissement du Régime de pensions du Canada ne devraient pas être considérées comme des solutions radicales. En étudiant les diverses solutions, le Comité a jugé bon d'examiner comment deux régimes publics structurèrent leurs investissements. Le Régime des rentes du Québec et l'Ontario Municipal Employees Retirement System ont été choisis, non seulement en raison de leur portée, mais aussi parce qu'il était facile d'obtenir des données sur leurs politiques. Nous sommes d'avis que l'étude des différences entre leurs politiques d'investissement et celles du Régime de pensions du Canada sera constructive.

#### CAISSE DE DÉPÔT ET DE PLACEMENT DU QUÉBEC

Lors de la création de son Régime des rentes, le Québec a mis sur pied une société de la Couronne, la Caisse de dépôt et de placement du Québec, pour placer les fonds du Régime.

Les opérations de placement du Régime sont définies dans la loi constitutive du Fonds, qui stipule que le choix des différents titres est généralement conforme aux émissions de titres qui seraient acceptables en vertu de la loi modifiant la loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques et la loi sur l'assurance-vie du Québec. La législation du R.R.Q. prévoit qu'une partie des avoirs (ne dépassant pas 30%) peut être placée dans l'immobilier. La Caisse a également le droit d'investir dans des titres autrement inacceptables (en vertu de la clause "omnibus") jusqu'à 7% de l'actif total de la Caisse (à condition que les placements dans une seule société n'excèdent pas 1% de l'actif total de la Caisse). La

législation n'a pas imposé de restrictions sévères et la Caisse a fait l'objet d'une gestion dynamique.

Depuis l'établissement de la Caisse de dépôt, la direction a constaté que la politique de placement comprenait deux ordres de responsabilité, d'une part, les capitaux de placement sont d'une provenance et d'une destination privées et que, d'autre

1973 Début de l'année Fonds = 5 793 milliards de dollars

Ressources disponibles = Cotisations - Dépenses  
= 1 019 - .304

Taux de rendement du Fonds en 1973 =

$$\frac{\text{Intérêt (1973)}}{\text{Fonds (début de 1973) + Ressources disponibles (1973)}} = \frac{.416}{5.793 + .715} = 6.763\%$$

En supposant que le Fonds de 1973 (à la fin de l'année) et les nouveaux placements obtiennent un taux d'intérêt de 1.7% pour chacune des cinq prochaines années

11.8%  
111.8.25%  
14.8.50%

1. @7%			
Fonds (début de l'année)	Ressources disponibles	Revenu des intérêts	Fin de l'année
1974 6.934	.715	.494	8.143
1975 8.143	.715	.579	9.437
1976 9.437	.715	.669	10.821
1977 10.821	.715	.766	12.302
1978 12.302	.715	.870	13.887
1979 13.887	.715	.981	15.583

11.8%

1974 6.934	.715	.498	8.147
1975 8.147	.715	.595	9.457
1976 9.457	.715	.699	10.871
1977 10.871	.715	.813	12.399
1978 12.399	.715	.935	14.049
1979 14.049	.715	1.067	15.831

111.8.25%

1974 6.934	.715	.498	8.147
1975 8.147	.715	.598	9.460
1976 9.460	.715	.707	10.882
1977 10.882	.715	.824	12.421
1978 12.421	.715	.951	14.087
1979 14.087	.715	1.089	15.891

14.8.50%

1974 6.934	.715	.499	8.148
1975 8.148	.715	.603	9.466
1976 9.466	.715	.715	10.896
1977 10.896	.715	.836	12.447
1978 12.447	.715	.968	14.130
1979 14.130	.715	1.111	15.956

Toute modification apportée à la formule de calcul de l'intérêt en vue de relever le taux des nouveaux emprunts aux environs des nouveaux taux monétaires. Une telle hausse peut sembler avoir de faibles répercussions et, par conséquent, les analyses du présent Rapport ne sont que théoriques.

Bien que de nombreux Canadiens connaissent le système de l'intérêt composé, en particulier ceux qui oeuvrent dans le domaine financier, la plupart éprouvent quelque difficulté à en saisir les mécanismes. Comme le Régime de pensions du Canada enregistre un mouvement de trésorerie, il réinvestit le revenu de ses intérêts et, par conséquent, le compose. Le tableau suivant donne un aperçu de la situation qui se produirait si, chaque année, le Régime percevait les mêmes cotisations et opérât les mêmes déductions qu'au cours de l'exercice 1974, et quelles seraient les répercussions des divers taux d'intérêts monétaires sur le Fonds. Des taux d'intérêt hypothétiques plus élevés produiraient des résultats encore plus impressionnants.



RÉGIME DE PENSIONS DU CANADA  
PLACEMENTS DU FONDS PAR PROVINCE  
ANNÉES FINANCIÈRES 1968-1969 À 1974-1975  
ET PAR MOIS POUR 1974-1975

(en millions de dollars)

<u>PÉRIODE</u>	<u>T.-N.</u>	<u>Î.-P.-É.</u>	<u>N.-É.</u>	<u>N.-B.</u>	<u>QUÉ.</u>	<u>ONT.</u>	<u>MAN.</u>	<u>SASK.</u>	<u>ALB.</u>	<u>C.-B.</u>	<u>CAN.</u>	<u>TOTAL</u>	<u>TOTAL CUMULATIF</u>	
1965-1966	23.7	4.3	47.9	37.0	2.2	728.6	76.4	55.6	113.3	186.1	5.7	1 280.8	1 280.8	
à														
1967-1968														
1968-1969	14.2	2.9	29.2	21.8	2.4	412.0	42.3	35.9	68.4	107.5	5.6	742.2	2 022.9	1
1969-1970	15.6	3.2	31.6	24.2	3.1	445.8	47.7	40.4	77.1	117.2	4.1	809.9	2 832.7	2
1970-1971	16.8	3.5	34.0	25.8	5.1	476.0	51.5	42.9	82.3	125.1	5.4	868.5	3 701.3	3
1971-1972	17.6	3.6	35.7	26.8	6.6	498.3	53.7	42.7	87.1	131.2	6.5	910.0	4 611.3	4
1972-1973	19.0	3.8	38.6	28.8	8.0	536.4	57.4	43.2	94.6	141.5	7.1	978.3	5 689.6	5
1973-1974	21.7	4.3	43.8	32.8	8.1	606.6	64.5	47.8	108.2	161.7	7.9	1 107.4	6 697.0	6
1974-1975	25.8	5.3	50.9	38.3	7.9	701.8	74.5	55.6	126.6	189.1	9.1	1 284.9	7 981.9	7
À ce jour														1
Avril	2.8	0.6	5.4	4.1	0.9	75.2	8.0	5.9	13.5	20.2	1.0	137.6	6 834.6	
Mai	2.7	0.5	5.2	4.0	0.8	72.5	7.7	5.7	13.0	19.5	0.9	132.5	6 967.1	
Juin	3.4	0.7	6.8	5.1	1.0	93.4	9.9	7.4	16.8	25.1	1.2	170.9	7 138.0	
Juillet	2.1	0.4	4.1	3.1	0.6	56.6	6.0	4.5	10.2	15.2	0.7	103.7	7 241.7	
Août	2.3	0.5	4.4	3.3	0.7	61.2	6.5	4.8	11.0	16.5	0.8	112.0	7 353.7	
Septembre	1.7	0.4	3.4	2.6	0.5	47.1	5.0	3.7	8.5	12.7	0.6	86.2	7 439.9	
Octobre	1.9	0.4	3.8	2.9	0.6	52.9	5.6	4.2	9.5	14.2	0.7	96.8	7 536.6	
Novembre	1.7	0.3	3.3	2.5	0.5	45.1	4.8	3.6	8.1	12.1	0.6	82.5	7 619.2	
Décembre	1.4	0.3	2.8	2.1	0.4	39.1	4.1	3.1	7.1	10.5	0.5	71.6	7 690.7	
Janvier	1.1	0.2	2.2	1.7	0.3	30.2	3.2	2.4	5.5	8.2	0.4	55.4	7 746.1	
Février	1.7	0.3	3.3	2.5	0.5	45.0	4.8	3.6	8.2	12.2	0.6	82.6	7 828.7	
Mars	3.1	0.6	6.1	4.6	0.9	83.5	8.9	6.6	15.2	22.7	1.1	153.2	7 981.9	
TOTAL	154.4	30.9	311.7	235.6	43.5	4 405.5	467.9	364.1	757.6	1 159.4	51.5	7 981.9		
À ce jour														
% Distribu- tion	1.93	0.39	3.91	2.95	0.54	55.19	5.86	4.56	9.49	14.53	0.65	100.0		

Comparaison entre le rendement de récentes émissions d'Obligations du Canada et le taux d'intérêt des titres sur le Fonds de placement du R.P.C.

Province (1)	Date de la nouvelle émission	Échéance de la nouvelle émission	Rendement (2)	Taux de prêt du R.P.C. (3) Année 1975	Différence
Ontario (Hydro)	10 février 1975	2000	9.50	8.38	1.12
C.-B. (Hydro)	2 janvier 1975	2000	10.11	8.46	1.65
Terre-Neuve	17 février 1975	1996	10.00	8.38	1.62
I.-P.-E.	15 mars 1975	1995	9.73	8.21	1.52
Nouvelle-Ecosse	3 mars 1975	2000	9.35	8.21	1.14

(1) Les détails relatifs à une émission garantie figurent entre parenthèses à la suite du nom de la province.

(2) Rendement à terme pour le prêteur. Les frais d'emprunts provinciaux comprenant aussi les commissions, les coûts de souscription et autres, sont donc plus élevés que le taux d'intérêt payé au prêteur.

(3) Rendement moyen pondéré des Obligations du Canada de 20 ans ou plus pour les trois premiers jours du mois.

Sources: Diverses publications financières, A.E. Ames & Co. Limited, et Dominion Securities Corp. Harris & Partners Limited.

Rendement de diverses Obligations du Canada en circulation  
au 31 décembre 1974

31 décembre 1974

6.50	% Canada 1995	8.89
3.75	Canada 1996-1998	8.22
3.00	Obligations perpétuelles du Canada (1)	7.89
10.25	Ontario Hydro 1994-1999	10.04
7.375	Ontario Hydro 1997	9.61
10.00	Bell Canada 1996	10.47
8.00	Bell Canada 1997	10.38
7.75	Imperial Oil 1992	10.32
10.625	Imperial Oil 1994	10.50

(1) On a depuis annoncé le rachat des Obligations perpétuelles le  
15 septembre 1996.

Source: Richardson Securities of Canada

## GOUVERNEMENT DU CANADA

Détails relatifs à la dette active  
31 décembre 1974 par rapport au 31 décembre 1964.

(en millions de dollars)			
31 décembre 1974		31 décembre 1964	
Montant	Pourcentage du total	Montant	Pourcentage du total
Bons du Trésor			
\$ 5 630	16.9%	\$ 2 140	10.4%
Obligations d'épargne du Canada			
13 175	38.9	5 613	27.2
Obligations du Canada			
6 325	18.7	3 572	17.3
3 à 5 ans	3 086	1 841	8.9
5 à 10 ans	3 673	2 313	11.2
10 à 20 ans	1 641	4 088	19.8
20 ans et plus (Note 1)	352	1 062	5.1
Total (Note 2)	\$33 882	\$20 629	100.0%

Notes:

1. Emissions de 20 ans ou plus au:

31 décembre 1964

100 millions de dollars à 5.75% échéant le 1<sup>er</sup> janvier 1985, émises le 1<sup>er</sup> janvier 1960  
165 millions de dollars à 5.00% échéant le 1<sup>er</sup> octobre 1987, émises le 1<sup>er</sup> octobre 1960  
270 millions de dollars à 5.00% échéant le 15 octobre 1987, émises le 15 octobre 1962  
150 millions de dollars à 5.00% échéant le 1<sup>er</sup> juin 1988, émises en juin 1963 et en  
février 1964  
125 millions de dollars à 5.25% échéant le 1<sup>er</sup> mai 1990, émises en avril et en juillet 1964  
197 millions de dollars à 3.75% échéant le 15 mars 1998, émises le 15 septembre 1956  
55 millions de dollars à 3.00%, Rentes perpétuelles émises le 15 septembre 1936

31 décembre 1974

100 millions de dollars à 6.50% échéant le 1<sup>er</sup> octobre 1995, émises le 1<sup>er</sup> octobre 1968  
197 millions de dollars à 3.75% échéant le 15 mars 1998, émises le 15 septembre 1956  
55 millions de dollars à 3.00%, Rentes perpétuelles émises le 15 septembre 1936.

2. Sont exclues: les émissions du marché échues et en circulation, toutes détenues par le grand public, de 16 millions de dollars en 1964 et de 21 millions de dollars à la fin de l'année 1974;

les titres non négociables, détenus par les comptes publics, de 88 millions de dollars en 1964 et de 49 millions de dollars à la fin de l'année 1974.

Sources:

Revue de la Banque du Canada, février 1975 et Bulletin statistique de la Banque du Canada, décembre 1965.



versées par les deux régimes. Le Comité recommande fortement l'uniformité entre les deux régimes, dans la mesure du possible; il sera toutefois difficile d'y parvenir, à moins que le Régime de pensions du Canada n'obtienne un meilleur taux de rendement.

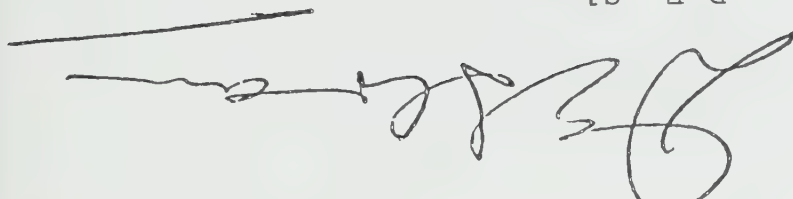
C'est pourquoi le Comité consultatif recommande que le ministre de la Santé nationale et du Bien-être social entame le plus tôt possible des discussions avec les provinces pour l'établissement d'une nouvelle formule de calcul du taux d'intérêt. Le Comité déconseille au Régime de pensions du Canada de disperser ses placements en dehors du secteur provincial. Il suffit d'obtenir un taux de rendement plus équitable dans le cas des obligations provinciales acquises pour le Régime.

Le Comité consultatif recommande que l'on établisse une nouvelle formule à partir des principes de la solution six du Rapport (utilisation d'un seul taux d'intérêt pour toutes les provinces, basé sur le taux moyen pondéré des obligations provinciales) ou de la solution sept (similaire à la solution six, mais avec un taux facultatif pour chaque province).

Le présent rapport a été approuvé par le Comité consultatif à la réunion du 8 mai 1975 à Ottawa.

Le Président,  
Comité consultatif du Régime de  
Pensions du Canada

D.E. Sloan



Le Comité tire les conclusions suivantes:

1. La formule utilisée pour obtenir le taux d'intérêt des titres spéciaux des provinces achetées avec les fonds de placement du R.P.C. s'est détériorée au cours des années. Si l'on retire les obligations de 1995 à 6.5% de la base de taux en octobre prochain et que l'on inclue éventuellement les obligations perpétuelles, la base de taux actuelle deviendra non seulement irréaliste mais aussi indéfendable. Il est injuste, tant pour le Régime que pour ses cotisants, de calculer le taux d'intérêt d'après moins de 1% de la dette du Gouvernement du Canada (et encore, un pourcentage rarement négocié), surtout lorsque les nouveaux placements du Fonds totalisent plus d'un milliard de dollars par année.

2. Lorsque cette formule a été choisie, on ne pouvait prévoir les changements qui se produiraient au sein du marché financier au cours des années suivantes et, de fait, cette formule n'a pas fait l'objet d'une analyse détaillée au moment où elle a été adoptée.

3. Le R.P.C. est peu à peu devenu le principal agent de financement des provinces. Étant donné les pressions actuelles du marché canadien des capitaux et celles qui s'y exerceront au cours des cinq prochaines années, il est important que le R.P.C. dispose d'une bonne base de fonds. De toute évidence, cette formule ne peut s'obtenir uniquement par un changement dans la formule de calcul mais il faudrait au moins modifier le taux d'intérêt.

4. Comme le R.P.C. joue un rôle déterminant dans l'épargne des particuliers au Canada, il est essentiel que ses placements produisent un rendement équitable et que le secteur placements du Fonds soit considéré comme juste et suffisamment productif.

5. Le meilleur rendement du Régime des rentes du Québec non seulement nuit au Régime de pensions du Canada, mais pourrait aussi entraîner une différence considérable entre les niveaux des prestations

obligations provinciales, calculé par le ministre

des Finances, soit le taux de l'obligation

provinciale véritable utilisée dans le calcul de la

formule de pondération. De cette façon, les

provinces dont les taux véritables sur le marché

libre sont inférieurs à la moyenne provinciale

pondérée pourraient rembourser le R.P.C. selon

le taux sur le marché libre.

Voici les aspects positifs de cette méthode:

a. Elle favoriserait la juste valeur marchande de la

plupart des achats du Fonds sur titres et créerait

un taux de valeur marchande assez juste pour le

solde.

b. Elle ne causerait aucun problème d'intérêt grave

pour les provinces moins favorisées.

c. Elle permettrait une forte amélioration du

rendement d'ensemble sans donner lieu à une

nouvelle forme de disparité régionale.

d. Elle rendrait la pondération de la participation

du R.P.C. équivalente au taux d'intérêt du marché

libre, tout en accordant une certaine souplesse,

ce qui permettrait d'établir un compromis satis-

faisant entre la nécessité d'améliorer le rendement

du Fonds et le besoin des provinces de disposer

de fonds à des taux raisonnables.

Voici les aspects négatifs de cette méthode:

a. Les provinces paieraient des taux d'intérêt

différents sur leurs emprunts, ce qui pourrait

aggraver les disparités nationales.

b. Si, par exemple, l'Alberta n'émettait aucune

obligation sous forme d'emprunt, il serait

toujours difficile d'établir des taux "équivalents"

pour les emprunts de cette province au Régime.

formule qui prendrait en considération la part annuelle de chaque province aux cotisations du R.P.C., plutôt que d'après la formule actuelle des marchés publics, telle la moyenne des obligations provinciales McLeod-Young-Weir, qui comprend des obligations du Québec et ne fait pas les calculs par rapport aux cotisations du R.P.C.

Voici les aspects positifs de cette méthode:

- a. Les placements du R.P.C. seraient directement subordonnés aux taux en vigueur sur les marchés d'obligations provinciaux plutôt qu'à un taux largement théorique calculé à partir des obligations fédérales acquises au-dessous du pair et rarement négociées.

- b. Elle créerait une juste valeur marchande globale. Voici les aspects négatifs de cette méthode:

- a. Le R.P.C. offre un exemple relativement unique de collaboration fédérale-provinciale. Il est important de ne pas encourager les provinces riches à mettre sur pied leurs propres plans de pension. Comme cette formule amènerait l'Ontario et l'Alberta à payer des taux légèrement plus élevés pour les emprunts obtenus du R.P.C. que ceux qu'elles paieraient sur le marché libre, ces provinces pourraient juger nécessaire d'établir leurs propres plans.

- b. Cette méthode introduirait une forme de mutualité nouvelle, voire même inutile, dans un Régime qui comporte déjà de nombreuses caractéristiques de cet ordre.

Solution n° 7: Recours à la solution n° 6, mais en laissant un choix aux provinces

En vertu de cette formule, chaque province aurait le choix à chaque mois, de verser sur les emprunts contractés soit le taux moyen pondéré des



provinciales et le taux du R.P.C. révèle un écart de plus de 1% selon la province intéressée. En retenant la formule actuelle et en relevant le taux de 1%, le R.P.C. obtiendrait un rendement plus équitable, mais la formule actuelle serait, en majeure partie, conservée.

Voici les aspects positifs de cette méthode:

a. Elle est simple et permettrait d'obtenir un rendement global voisin de la juste valeur marchande.

b. Elle permettrait d'éviter de longues discussions au sujet de la définition d'une formule "équitable".

Voici les aspects négatifs de cette méthode:

a. Elle ne constitue qu'une demi-mesure et exposerait toujours le Régime aux attaques des critiques l'accusant de ne pas avoir utilisé la juste valeur marchande.

b. La conjoncture du marché est en voie de détruire la méthode existante et l'addition d'un taux uniforme à une formule jugée irréaliste pour les marchés financiers actuels constituerait, au mieux, une mesure temporaire nécessitant des modifications ultérieures.

Solution n° 6: Emploi d'une formule basée sur les taux des obligations provinciales

En vertu de cette méthode, le ministre des Finances établirait à chaque mois un taux spécial, qui équivaldrait au taux moyen pondéré des obligations provinciales, calculée à partir des obligations long terme les plus récentes, émises ou cautionnées par chaque province. Cette moyenne serait le taux des nouveaux emprunts sur le R.P.C. Le calcul de la moyenne pondérée se ferait d'après une nouvelle

Solution n° 4 : Achat d'obligations provinciales négociées uniquement sur le marché public

En vertu de cette formule, le ministre des Finances achèterait chaque mois sur le marché libre, des obligations publiques de chacune des provinces dans une proportion égale du flux de trésorerie de cette province.

Voici les aspects positifs de cette méthode :

a. Toutes les obligations seraient acquises à une juste valeur marchande.

b. La régularité et l'envergure de tels achats entraîneraient un accroissement considérable des liquidités sur les marchés d'obligations provinciales et rendraient les obligations des petites provinces plus intéressantes pour les investisseurs institutionnels. C'est l'effet qu'a eu le Régime des rentes du Québec sur cette province et les obligations garanties par celle-ci.

Voici les aspects négatifs de cette méthode :

a. Les sociétés de souscription d'obligations profiteraient indûment de cette formule étant donné qu'elles réaliseraient des profits avec toutes les nouvelles émissions provinciales sur la dette.

b. Si une province comme l'Alberta n'émettait aucune nouvelle obligation, le rendement de ses émissions en circulation diminuerait brusquement.

c. L'achat d'obligations à cette échelle entraînerait des frais d'administration.

Solution n° 5 : Addition d'un taux uniforme fixe à l'intérêt de la présente formule.

Comme l'indique l'Appendice III en page 30, la récente comparaison entre les nouvelles émissions

b. Pour les provinces, cette formule ne serait pas répressive; en effet, elle tiendrait compte des différentes cotes de solvabilité de chaque province et n'exigerait pas de jugement arbitraire sur les taux d'intérêt jugés "équitable".

c. Comme les taux d'intérêt payés par les diverses provinces refléteraient leurs cotes de solvabilité respectives, les coûts véritables de souscription au Fonds seraient répartis plus équitablement entre les provinces participantes.

Voici les aspects négatifs de cette méthode:

- a. Cette formule accroîtrait substantiellement les frais d'emprunt de certaines provinces, résultat susceptible d'être interprété comme une nouvelle forme de disparité régionale.
- b. Il est possible que l'Alberta, par exemple, n'ait pas à émettre de nouvelles obligations; aussi faudra-t-il utiliser le taux des émissions actuellement cautionnées par l'Alberta. Or, les clauses fiscales rattachées aux obligations acquises au-dessous du pair viendraient fausser ce taux (le problème a été mentionné plus tôt, en abordant la question de la formule actuelle, basée entièrement sur les obligations acquises au-dessous du pair).

Solution n° 3: Réévaluation du portefeuille actuel selon sa valeur sur le marché

D'après cette formule, le ministre rappellerait la totalité ou la majeure partie des prêts consentis et les rachèterait à la valeur actuelle du marché. Bien qu'il s'agisse là d'une solution concevable, le Comité consultatif ne juge même pas à propos d'en discuter, étant donné qu'elle accroîtrait considérablement la charge financière des provinces et qu'elle compromettrait, dans certains cas du moins, leur cote de solvabilité sur le marché financier.

Toute mesure orientée vers la gestion diversifiée de portefeuille pourrait comporter le risque de pertes.

d. Elle pourrait conférer au gouvernement des pouvoirs excessifs. Par rapport aux marchés financiers canadiens, l'importance du R.P.C. est tellement grande que si l'on autorise le Fonds à investir dans les capitaux propres, par exemple, celui-ci risquerait de détenir une part alarmante du marché canadien.

## Solution n° 2 : Application des taux d'intérêt du marché libre

En vertu de cette formule, pour chaque affectation mensuelle de fonds, le ministre des Finances appliquerait à chaque province le taux d'intérêt fixé pour les dernières obligations émises ou cautionnées par cette province et dont le terme d'échéance se rapproche de celui des obligations que le R.P.C. se propose d'acheter. Une telle entente exigerait que chaque province paie, pour les emprunts au R.P.C., un intérêt équivalent à celui du marché libre.

Voici les aspects positifs de cette formule:

a. Elle permettrait d'assurer que toutes les obligations du Fonds sont acquises à une juste valeur marchande. Le concept de juste valeur marchande est équitable dans le cas du Régime de pensions du Canada, car il est à la base même de toutes les acquisitions gouvernementales et constitue assurément le test critique des achats de valeurs de placement pour les régimes de pension privés. Puisque le R.P.C. représente l'épargne exigée de la part de la population active du Canada, cet argent devrait être placé à un taux au moins équivalent à celui de la juste valeur marchande.



SECTION CINQ: SOLUTIONS PROPOSÉES POUR AMÉLIORER LE  
TAUX DE RENDEMENT DU FONDS DE PLACEMENT DU R.P.C.

Solution no 1: La méthode de gestion de portefeuille (telle que l'utilise le Régime des rentes du Québec)

Voici les aspects positifs de cette méthode:

a. Elle devrait permettre d'obtenir un meilleur rendement des placements. Grâce à un gestionnaire professionnel en mesure de sélectionner les meilleurs secteurs de placement, on devrait pouvoir obtenir des résultats supérieurs au rendement actuel du R.P.C.

b. Elle offre tous les avantages de la diversité. La gestion diversifiée d'un portefeuille devrait permettre, du moins, en principe de saisir toutes les occasions avantageuses dans le domaine des placements, autant du point de vue de l'achat que de la vente.

Voici les aspects négatifs de cette méthode:

a. Les frais d'administration seraient plus élevés, particulièrement en ce qui touche la gestion professionnelle.

b. Elle obligerait les provinces à conclure publiquement une plus grande partie de leurs transactions sur les marchés extérieurs ce qui non seulement générerait leurs projets, mais pourrait également être préjudiciable aux marchés de capitaux. Maintenant que les provinces se sont habituées à compter sur le R.P.C., il serait illusoire de s'attendre à ce qu'elles abandonnent une partie importante de leurs ressources annuelles.

c. Le Régime serait moins exposé à des risques. A l'heure actuelle, tous les titres détenus par le Fonds sont cautionnés par les provinces.

sociétés provinciales de la Couronne. Dans le dernier cas, les provinces imputent aux sociétés intéressées le taux d'intérêt en vigueur sur le marché, et l'écart entre ce taux et celui du R.P.C. apporte un gain inespéré au trésor provincial, alors que cette somme appartenait en fait aux cotisants du Régime de pensions du Canada.

- indiquée à la dernière colonne ne tient pas compte des commissions, des coûts de souscription, etc. que les provinces doivent assumer au moment de la collecte des fonds auprès du grand public. (Voir Section 5, page 19).
- d. Puisque les frais administratifs et les prestations du Fonds sont acquittés à partir des revenus tirés des intérêts et des cotisations, l'adoption de la présente formule nécessiterait le paiement de cotisations plus élevées qu'il ne serait autrement nécessaire. Le rendement de la caisse de placement du Régime des rentes du Québec a été jusqu'à ce jour bien supérieur à celui du Régime de pensions du Canada pour la simple raison que le Régime des rentes investit son argent. Il se pourrait donc que les adhérents du Régime des rentes du Québec aient à verser des cotisations moins élevées que les cotisants du Régime de pensions du Canada. Une telle situation marquerait un autre écart au principe du parallélisme, et la réputation du régime fédéral aurait à souffrir du rendement supérieur du Régime des rentes du Québec.
- e. Malgré les différences dans la cote de solvabilité des provinces participantes, la formule actuelle demande aux différentes provinces le même taux d'intérêt pour tous les prêts consentis par le Fonds.
- f. Bien que l'option de rachat inhérente aux prêts consentis aux provinces puisse, en théorie, justifier l'établissement d'un taux d'intérêt inférieur à celui qui serait normalement imposé, un tel argument est en grande partie théorique étant donné la faible probabilité que le ministre des Finances exerce ce privilège.
- g. Certaines provinces font des emprunts sur le Fonds pour racheter des émissions d'obligations publiques en circulation et d'autres les utilisent pour financer leurs

bientôt établis entièrement d'après les Obligations du Canada à 3.75% échéant le 15 mars 1998, à moins que le gouvernement fédéral ne décide d'émettre une nouvelle série d'obligations à long terme en 1975 ou en 1976, ce qui semble peu probable.

b. Les deux émissions d'Obligations du Canada utilisées ont été acquises au-dessous du pair et ne donnent par conséquent qu'un faible rendement à cause des clauses fiscales. Autrement dit, les obligations représentent un placement intéressant pour tout investisseur contribuable étant donné que la différence entre le prix d'achat et le prix de vente ou de rachat se traduit par un gain en capital qui n'est imposé qu'à la moitié du taux régulier. L'Appendice II indique la différence entre le rendement des Obligations du Canada à long terme et celui des obligations émises par diverses sociétés.

On remarquera, à la lecture de l'Appendice II, que les obligations avec coupons à taux d'intérêt élevé offrent aux capitalistes des rendements beaucoup plus avantageux. Comme les Obligations du Canada servant à établir le taux de rendement des nouvelles sommes investies dans le Régime de pensions du Canada ont un faible rendement brut en raison des clauses fiscales susmentionnées, les revenus que le Fonds perçoit des intérêts sont inférieurs à ce qu'ils devraient être.

c. L'Appendice III (page 30) donne un tableau comparatif du rendement des Obligations du Canada à long terme émises en 1975 et du taux d'intérêt imputé en 1975 aux titres sur le Fonds de placement du Régime de pensions du Canada. A noter que dans chaque cas, les taux de rendement sont, au moment de l'émission, plus élevés que le taux de prêt du R.P.C. Mentionnons toutefois que les données de l'Appendice III ne font pas état du montant véritable que les provinces épargnent à l'égard des emprunts, car la différence



provincial, et n'a suscité que très peu de commentaires de la part des media et du grand public.

Le Comité consultatif est toutefois quelque peu étonné de constater que presque personne au Canada ne semble s'intéresser vraiment au taux d'intérêt fixé pour les prêts aux provinces. Étant donné que les cotisations et les intérêts constituent, pour le Fonds, la seule source de revenu pour le versement des prestations et l'acquiescement des frais administratifs, il faut compenser tout déficit dans les revenus des intérêts par une augmentation des cotisations de la population active. En dépit de cette situation, aucun organisme représentatif des syndicats, des entreprises commerciales ou des personnes travaillant à leur propre compte ne s'est plaint ouvertement du fait qu'en raison du faible rendement des placements du Fonds, il faudrait relever les taux de cotisation.

Voici les aspects négatifs de la formule actuelle:

- a. Deux faibles émissions d'Obligations du Canada, rarement négociées, servent à calculer le taux d'intérêt des placements du Fonds. Or, comme l'indique l'Appendice 1, ces deux émissions d'Obligations ne représentent que 1.0% de la dette active du Canada. Le calcul du taux de rendement s'effectue donc sur une base inadéquate. Le ministre des Finances a déclaré, le 19 mars 1975, que le montant total des obligations perpétuelles du Canada à 3.00% en circulation, soit 55 millions de dollars, sera racheté le 15 septembre 1996; il y a donc lieu de croire que cette émission faible et rarement négociée sera comprise dans la base des données pour les 18 mois à venir. De plus, au 1er octobre 1975, le terme d'échéance des Obligations du Canada à 6.50% sera inférieur à 20 ans et celles-ci ne feront plus partie de la base de données. Ainsi, les taux d'intérêt des emprunts des provinces seront

Voici les aspects positifs de la formule actuelle:

a. Le faible taux d'intérêt actuel était attrayant pour les provinces, car il leur a permis de réduire substantiellement leur dette. Conséquemment, toute tentative visant à porter le taux d'intérêt au niveau actuel du marché entraînerait des frais additionnels pour les provinces, dont certaines supportent déjà de lourdes charges financières.

Aux termes de l'Acte de l'Amérique du Nord britannique, les provinces sont comptables de certains des secteurs gouvernementaux qui ont connu la plus rapide augmentation, notamment la santé, l'éducation et les services municipaux. Le faible taux d'intérêt fixé pour les emprunts au Régime de pensions du Canada pourrait donc être considéré comme une aide fédérale justifiable aux provinces.

b. Le taux d'intérêt actuel est variable et reflète, jusqu'à un certain point, l'évolution de l'état général du marché.

c. En théorie, les titres achetés par les provinces ne sont pas des obligations de 20 ans. Advenant que le ministre des Finances doive réunir des fonds pour verser des prestations en vertu du Régime, tous les titres peuvent être rachetés sur signification d'un préavis de six mois. Il n'est donc pas tout à fait juste de comparer le taux d'intérêt de ces obligations à celui des obligations provinciales offertes au grand public, qui ne comportent pas l'option de rachat. Cette caractéristique pourrait prendre une certaine importance, compte tenu du fait que le rapport actuariel du 31 décembre 1973 indiquait que le montant net du mouvement de la trésorerie provinciale deviendrait négatif aux environs de 1982.

d. La formule actuelle ne semble pas faire l'objet de controverses. Elle n'a pas été contestée par aucun partisan ou groupe politique, de niveau fédéral ou

Il semble donc que le Canada connaîtra sa plus grande demande de capitaux à long terme à une époque où les trois sources internes éprouveront quelque difficulté à y satisfaire et où les capitaux étrangers ne seront pas aussi facilement disponibles. Une telle situation de l'offre et la demande laisse entendre que le Régime de pensions du Canada jouera, dans la création de capitaux à long terme, un rôle encore plus important que dans le passé.

des formules à court terme tels que les obligations d'épargne du Canada et les dépôts auprès des banques et des caisses d'épargne et de crédit. Les formules d'épargne à long terme telles l'assurance-vie à valeur de rachat, les achats directs d'obligations à long terme et les actions ordinaires reçoivent proportionnellement moins d'épargnes des particuliers.

L'épargne gouvernementale provient du surplus monétaire des gouvernements et du financement des divers régimes de pensions gouvernementaux. Le Régime de pensions du Canada n'est pas une forme d'épargne gouvernementale car ses fonds proviennent de la population active et non du Fonds du revenu consolidé. En réalité, le Régime de pensions du Canada constitue une part très importante des épargnes à long terme des particuliers.

Les investissements étrangers représentent la dernière source de capitaux. Ceux-ci ne constitueront vraisemblablement qu'une partie moins importante du capital des placements canadiens à l'avenir car les Canadiens ont conclu (décision reflétée par la politique gouvernementale), que la circulation d'un grand nombre de capitaux étrangers peut avoir des effets secondaires indésirables. Bien que nous soyons toujours intéressés aux investissements étrangers pour les titres de créance, la politique canadienne décourage actuellement les investissements étrangers en capitaux propres canadiens, en particulier lorsqu'il faut établir un contrôle. Toutefois, même si l'attitude du Canada envers les investissements étrangers n'avait pas changé au cours des dernières années, il est improbable que les Américains investiraient sur une grande échelle dans les années à venir. Les États-Unis ne peuvent plus se permettre d'exporter de fortes quantités de capitaux car leur gouvernement est en situation déficitaire et la demande de capitaux privés est supérieure à l'épargne intérieure. Par conséquent, il semble que les États arabes producteurs de pétrole, dont les liquidités disponibles excèdent leurs capacités d'investissements intérieurs, constitueront la principale source de capitaux étrangers. Même cette source pose des problèmes, pour diverses raisons.



vient de terminer la construction de sa nouvelle raffinerie Strathcona, dont le prix de revient de sa capacité de production est de \$2,100 par baril par jour. La société Texaco Canada procède actuellement à la construction d'une raffinerie à Nanticoke. Lorsqu'elle sera achevée, en 1978, le prix de revient de sa capacité de production aura atteint \$4,500 par baril par jour.

Nous avons abordé la question des projets énergétiques parce qu'ils représentent le secteur-clé des placements au Canada au cours des cinq prochaines années. Dans un article du Financial Times (28 avril 1975), un institut de recherches économiques d'Ottawa prévoyait que le secteur énergétique, d'ici 1980, absorberait 60 milliards de dollars, et le président de la Canadian General Electric, M. Walter G. Ward, a prévu récemment que le volume total des placements canadiens s'établira à environ 50 milliards de dollars par année, soit l'équivalent de la construction de sept pipe-lines de la Vallée Mackenzie par année.

Il faudrait tenir compte de ces prévisions sur les besoins annuels en matière de capital à long terme. En 1972, le marché canadien a réuni le montant net le plus élevé de nouveaux capitaux à long terme, et 6.8 milliards de dollars ont été recueillis pour financer la dette et les capitaux propres. Par conséquent, il apparaît que la demande de capital à long terme au pays sera plus forte que jamais au cours des prochaines années.

D'où proviendront les capitaux?

Le capital peut être tiré de quatre sources: les bénéfices des corporations, l'épargne des particuliers, l'épargne gouvernementale et les investissements à l'étranger. Les bénéfices des corporations proviennent des gains non distribués et de fonds au titre de l'amortissement; ils dépendent donc de la rentabilité de la corporation. Pour 1975 en tout cas, on prévoit que les bénéfices des corporations canadiennes baisseront de 10% au moins et la perspective pour 1976 demeure sombre. L'épargne des particuliers ne représente plus la majeure partie du capital à long terme, car les particuliers tendent de plus en plus à concentrer leurs épargnes sur

SECTION TROIS: LE MARCHÉ CANADIEN DES CAPITAUX  
AU COURS DES CINQ PROCHAINES ANNÉES

Nous avons vu comment le R.P.C. en est venu à jouer un rôle prépondérant au sein du marché canadien des capitaux, notamment en détenant des fonds à libération immédiate pour le financement des provinces, ce qui permet aux trésoriers provinciaux d'avoir une certaine latitude dans leurs plans de financement. Nous avons également souligné que le R.P.C. a joué un rôle important, voire crucial, comme ce fut le cas au cours des années où le marché de la dette à long terme était faible. Il est maintenant nécessaire d'essayer de prévoir la situation du marché canadien des capitaux au cours des cinq prochaines années.

Le Comité consultatif a été gêné dans l'établissement de ses prévisions par le manque d'estimations concluantes. En effet, le taux élevé d'inflation que connaît actuellement le Canada rend difficile toute prévision relative au marché des capitaux. Le Conference Board au Canada par exemple, n'a pas publié de prévisions complètes depuis que M. Richard Thomson, président de la Banque Toronto-Dominion, a présenté un document (en 1973) où on estimait que les placements dans le secteur énergétique pourraient facilement excéder 45 milliards de dollars pendant le reste des années 1970 (ou plus que doubler par rapport aux sommes investies au cours des années 1960).

Depuis qu'on a fait cette prévision, le coût des programmes relatifs à l'énergie a considérablement augmenté. Par exemple, M. Thomson supposait que le projet des sables bitumineux Syncrude coûterait moins de 900 millions de dollars et qu'au moins une autre usine de sables bitumineux serait construite au cours de la décennie pour pratiquement la même somme. Actuellement, nous savons que Syncrude exigera plus de deux milliards de dollars, et les cadres des sociétés pétrolières qui envisagent de mettre sur pied d'autres usines de sables bitumineux ont déclaré que celles-ci coûteraient plus cher que Syncrude. Le coût des raffineries de pétrole offre un autre exemple de cette tendance à la hausse. La société Imperial Oil

fois de plus, il est important de noter que l'apport du R.P.C. au financement total varie considérablement, sa contribution étant plus grande dans les moments de tension du marché des capitaux. Au cours de cette période, la part du R.P.C. a varié entre 13.3% et 27.3%. Étant donné les pressions qui s'exercent de nouveau dans le marché des obligations et la hausse des taux d'intérêt, il semble que la part du R.P.C., en 1975, sera disproportionnée par rapport à l'ensemble du financement à long terme au Canada.

Il est important de signaler qu'en plus d'avoir assuré plus du tiers du financement total des provinces au cours des dernières années, la stabilité du mouvement de trésorerie du R.P.C. a permis aux trésoriers provinciaux de compter sur les fonds de placement aux moments où le marché de la dette publique était perturbé. Ainsi le R.P.C. a constitué 44% des nouvelles ressources nettes de financement de 1971, année où le marché des obligations était faible, mais seulement 32.5% en 1972, alors que le marché de la dette publique se comportait assez bien. Cet aspect du rôle du R.P.C. dans les finances provinciales nous échappe souvent: à défaut des fonds du Régime, les provinces seraient obligées d'emprunter même lorsque le marché des obligations n'est pas disposé à absorber de nouvelles émissions, sauf à des taux prohibitifs, ou de renoncer complètement aux nouvelles ressources, ce qui entraînerait un remaniement du budget provincial et de certaines sociétés de la Couronne. En outre, ces capitaux réguliers ont exercé indirectement un effet bénéfique sur le marché financier au Canada en général, car, de cette façon, les provinces n'ont pas éliminé les emprunteurs privés au moment où les taux d'intérêt montaient. L'Appendice IV (page 31) indique que les provinces ont obtenu près de 8 milliards de dollars du R.P.C. au 31 mars 1975 et donne la répartition provinciale de ces fonds. De toute évidence, les épargnes des Canadiens, par l'intermédiaire du R.P.C., ont servi à financer un nombre important d'écoles, d'universités, d'hôpitaux, d'autoroutes, d'usines de traitement des eaux usées et de centrales électriques construits au Canada depuis 1965.

Des données tirées des Comptes nationaux des revenus et des dépenses indiquent que le R.P.C. représentait 19.5% de toute l'épargne des particuliers au Canada au cours de la période de cinq ans prenant fin le 31 mars 1974. En mettant cette épargne obligatoire à la disposition des trésoriers provinciaux, le R.P.C. est devenu un facteur déterminant dans l'expansion économique au Canada. De fait, le R.P.C. a contribué pour 17% du financement total des émissions nettes de nouveaux titres, c'est-à-dire dette et avoir propre, en circulation sur le marché canadien des capitaux au cours de cette période. Une



SECTION DEUX: RÔLE DU R.P.C. À L'ÉGARD DES PROVINCES

ET DU MARCHÉ CANADIEN DES CAPITAUX

Le R.P.C. est devenu le principal agent de financement de la dette provinciale. Au cours de la période de quatre ans prenant fin le 31 mars 1974, les provinces participantes ont réuni, pour elles-mêmes et les organismes cautionnés par les provinces, un total de 12.4 milliards de dollars en argent frais, dont le R.P.C. a fourni 4.67 milliards de dollars, soit environ 38% des fonds.

Les provinces ont utilisé les fonds à des fins précises ou générales. Dans le passé, les provinces suivantes ont affecté une partie ou la totalité de leurs fonds du Régime de pensions du Canada à certaines sociétés de la Couronne qui relèvent de leur compétence:

Colombie-Britannique - British Columbia Hydro and Power Authority, B.C. School Financing Authority, B.C. Hospital Authority.

Alberta - Alberta Municipal Financing Corporation et à des fins générales.

Saskatchewan - Saskatchewan Power Corporation, Saskatchewan Telecommunications et Saskatchewan Land Bank Commission.

Manitoba - Manitoba Water Supply Board, Manitoba School Financing Authority, Manitoba Development Corporation et à des fins générales.

Ontario - Ontario Education Capital Aid Corporation et Ontario Universities Capital Aid Corporation.

Toutes les autres provinces ont utilisé les crédits du Régime de pensions du Canada à des fins générales et n'ont pas affecté de fonds à des secteurs d'activités particuliers ou à des sociétés de la Couronne.

Un régime partiellement consolidé a toutefois été adopté pour les deux raisons suivantes:

- Le Québec avait déjà établi un régime semblable et, par conséquent, il importait que le régime fédéral soit de même nature pour des raisons d'uniformité et de transférabilité au niveau national.

- Les provinces qui, comme le Québec, avaient choisi d'établir leur propre régime, devaient bénéficier de l'avantage d'investir leurs propres capitaux. Il s'avérait donc nécessaire de mettre les fonds du gouvernement fédéral à la disposition des provinces participantes pour leur permettre de les investir à volonté.

Il est à remarquer qu'aucun des motifs susmentionnés n'explique pourquoi le taux d'intérêt imputé aux provinces est le même que celui des emprunts fédéraux.

Même si, le 17 mars 1964, Mlle LaMarsh avait fait remarquer à la Chambre que les revenus des intérêts sur le Fonds réduiraient les coûts à long terme du Régime, l'objectif principal n'était pas de maximiser le taux de rendement du Fonds. Les discussions sur cet aspect du Régime ont surtout porté sur la protection qu'assurait le placement de tous les capitaux du Fonds dans des obligations garanties par les provinces. En fait, on n'a point débattu le bien-fondé du taux de rendement du Fonds et rien n'indique que la formule actuelle a surgi de discussions et d'analyses généralisées. Il appert que cette question ne soit pas fondée.

Dans les circonstances, le Comité consultatif est d'avis qu'il n'y a pas lieu de considérer comme permanente la formule actuelle d'établissement du taux de rendement du Fonds de placement.

titres des sociétés privées et du gouvernement fédéral et que, par conséquent, si l'accumulation des économies, celles du Régime de pension exceptées, changeait relativement peu, les emprunts seraient moins coûteux et les emprunts sur les marchés étrangers seraient diminués. L'on prévoyait que cette accumulation annuelle serait minimale par rapport aux épargnes nationales totales et que les rajustements envisagés par le marché des capitaux seraient relativement modérés.

On a néanmoins fait certaines réserves. Dans un article du Financial Post (23 mai 1964), on remarquait que le Fonds prendrait une part importante par rapport aux marchés financiers. Le rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (1964) faisait les réserves suivantes à l'égard de l'accumulation d'un Fonds aussi considérable entre les mains du secteur public:

- Les autres formes d'épargne diminueront
- Le volume des titres fédéraux négociables sera réduit
- Le gouvernement, qui disposera de capitaux captifs à des taux avantageux, sera peut-être tenté de dépenser plus libéralement qu'il le ferait autrement
- Le secteur gouvernemental pourra finir par dominer une grande partie du système financier

- Le mouvement intérieur de l'épargne sera réduit, ce qui entraînera une dépendance sur le financement étranger. Le rapport ajoutait ce qui suit: "Il est à peu près sûr qu'un régime national de pension avec des prestations relativementement élevées se financerait aux dépens d'une réduction appréciable des fonds disponibles aux institutions d'épargnes pour leurs placements en hypothèques, en obligations et en actions". (Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier, 1964, page 300).

autre conférence fédérale-provinciale tenue au début d'avril 1964, où l'on avait exposé les grandes lignes du Régime des rentes du Québec, le Premier ministre L.B. Pearson a envoyé une lettre aux ministres provinciaux pour leur expliquer la politique fédérale: "En vertu de la proposition que je désire maintenant vous soumettre et à laquelle le gouvernement du Québec se rallie, le gouvernement fédéral... établirait un régime de pension du Canada et prévoirait que toute province qui le désire peut prendre la responsabilité entière d'appliquer le régime à toute personne employée dans sa province. Une telle province adopterait ses propres mesures législatives pour permettre à son gouvernement d'administrer complètement le régime, en percevant les cotisations, en investissant les sommes recueillies et en payant les prestations. Par contre, pour les provinces qui désireraient laisser l'administration du régime au gouvernement fédéral, la loi prévoirait que les sommes recueillies aux fins du Régime de pension seraient mises à la disposition des gouvernements provinciaux pour investissements. Ces sommes seraient divisées parmi les provinces en proportion des cotisations des résidents de chaque province. Le gouvernement provincial devrait garantir au Fonds de pension un taux d'intérêt au moins égal au taux de valeurs fédérales à long terme". (Hansard, 20 avril 1964, pages 2505-2506). Cette lettre décrit essentiellement la politique formulée dans le Livre blanc du 10 août 1964, selon laquelle les provinces auraient droit à tous les revenus supplémentaires du Régime, les réserves excédentaires seraient placées dans les titres fédéraux et le taux d'intérêt ne serait pas inférieur à celui des emprunts fédéraux à long terme.

On prévoyait que la politique énoncée dans le Livre blanc du 10 août 1964 aurait pour conséquence "qu'avec les fonds du Régime des pensions à leur disposition, les gouvernements provinciaux se verraient de moins en moins dans la nécessité d'emprunter de la façon ordinaire... Les effets de cet état de choses sur le marché des capitaux dépendront dans une large mesure des changements qui se manifesteront dans les économies personnelles et dans celles des affaires". (Hansard, 10 août 1964, page 6834). Le Livre blanc faisait valoir que les épargnes, qu'elles déclinent ou non, seraient davantage orientées vers les



Le programme prévoyait toutefois un petit fonds réserve. Par la suite, le projet visant à relever la pension de vieillesse de 10 dollars par mois a été modifié pour que ce versement ne provienne pas des cotisations au Régime de pensions du Canada. Il en est donc ressorti que la réserve pour éventualités deviendrait beaucoup plus importante.

A la Conférence fédérale-provinciale tenue à la fin de

novembre 1963, le Premier ministre L.B. Pearson soulignait qu'il avait été question de placer une partie du Fonds dans les titres provinciaux, mais que "l'idée a été mise de l'avant comme moyen de rassurer les provinces sur ce chapitre et de partager les fonds excédentaires... Le régime national comportera un fonds de prévision et un certain élément de caisse, mais il ne saurait être considéré comme un régime qui prévoit une caisse". (Hansard, 5 décembre 1963, page 5752).

Le 17 mars 1964, Mlle LaMarsh a déposé le premier des deux

livres blancs sur le Régime de pensions du Canada. Elle a fait remarquer que, depuis la date de la proposition initiale, des discussions avec les groupes intéressés avaient suscité des modifications, y compris le passage à un régime consolidé. Mlle LaMarsh affirmait que les réserves excédentaires étaient d'abord destinées au relèvement des prestations de sécurité de la vieillesse, mais que, "des que le gouvernement du Québec eut exprimé son intention d'exercer le droit... de mettre sur pied son propre régime de pension, nous avons compris que le Régime que nous proposons ne pourrait fonctionner de pair avec un régime provincial semblable et complet. Dans les circonstances, il ne pouvait être question d'établir un lien financier, quel qu'il soit, entre le nouveau régime et la pension fédérale à taux uniforme. Les réserves qui s'accumuleraient, en vertu du Régime dans la forme proposée maintenant, pourront donc être investies en obligations fédérales ou provinciales... Par compensation, grâce aux réserves et à l'intérêt qu'elles produiront, le coût du Régime de pension du Canada deviendra avec le temps moins élevé." (Hansard, 17 mars 1964, page 1225). Le

Libre blanc présenté le 17 mars 1964 affirmait que 45% à 55% des réserves du Régime seraient placées dans les titres provinciaux et dans les obligations garanties par les provinces. À l'issue d'une

de la dette canadienne consistait en obligations de 20 ans ou plus. Au 31 décembre 1974, ces chiffres ont passé à 352 millions de dollars, soit 1.0%. À l'heure actuelle, on ne prévoit aucune offre d'achat substantielle d'Obligations du Canada de 20 ans ou plus. Le 15 mars 1975, le ministre des Finances annonçait toutefois que les obligations perpétuelles à 3.00% émises le 15 septembre 1936 seraient rachetées le 15 septembre 1996. Ces obligations en circulation totalisaient 55 millions de dollars au 31 décembre 1974. Il est à noter, cependant, que les Obligations du Canada à 6.50% échéant le 1er octobre 1995 et à 3.00% échéant le 15 septembre 1996 auront une durée inférieure à 20 ans au 1er octobre 1975 et au 15 septembre 1976 respectivement.

## Historique

Afin de déterminer le bien-fondé de la formule actuelle et pour tenter d'améliorer cette dernière, il convient de revoir les facteurs qui ont mené à son adoption.

En présentant le Régime de pensions du Canada, le 18 juillet 1963, l'honorable Judy V. LaMarsh décrivait ce dernier comme un système financé "au fur et à mesure". Elle se disait d'avis qu'un régime consolidé "mettrait à la disposition de l'État des capitaux énormes qui pourraient être affectés à d'autres fins... Le cotisant d'un plan officiel peut compter que tant que le pays existera, l'entrée ininterrompue des cotisations lui assurera sa pension à sa retraite. Ce sont les arguments que le gouvernement a soupes avant de conclure que ce régime ne serait pas consolidé." (Hansard, 18 juillet 1963, page 2452). Le Régime visait à compléter celui de la sécurité de la vieillesse et, en ce qui concerne les personnes non admissibles aux prestations du R.P.C., le gouvernement "s'est engagé à accorder, sur les cotisations versées en vertu de ce Régime, un montant supplémentaire de \$10 par mois à toute personne qui reçoit la Pension de sécurité de la vieillesse". (Hansard, 18 juillet 1963, page 2453). Mlle LaMarsh a également souligné que "consolider pleinement pour un régime d'envergure nationale serait une forme excessive d'épargne imposée par l'État". (Hansard, 19 juillet 1963, page 2548).

## SECTION UN: LA FORMULE ACTUELLE

La formule actuelle et son application

La formule actuelle est définie à l'Article 113(2) de la Loi sur le Régime de pensions du Canada, lequel article prévoit qu'un titre contracté envers le Fonds et dont le terme d'échéance est de 20 ans doit porter un taux d'intérêt correspondant au rendement moyen pondéré des obligations du Canada en circulation et dont les termes d'échéance sont de 20 ans ou plus. Par contre, dans le cas d'une obligation dont le terme d'échéance est inférieur à 20 ans, le taux d'intérêt doit correspondre au rendement moyen pondéré des obligations du Canada en circulation et dont les termes d'échéance sont, en moyenne, d'une durée comparable au terme de ladite obligation. Le taux d'intérêt est arrondi à deux décimales lorsqu'une troisième est égale ou supérieure à cinq. Etant donné que tous les titres contractés envers le Fonds, au 31 mars 1974, avaient un terme d'échéance de 20 ans, la première des deux options susmentionnées s'est appliquée à la totalité des placements du Fonds.

Le ministre des Finances est chargé d'investir dans des titres provinciaux ou fédéraux et aux taux appropriés, tous les capitaux du Fonds non destinés à des fins d'exploitation, notamment les prestations et les frais d'administration. À la fin de chaque mois, le ministre des Finances est informé du montant des cotisations en sus des sommes affectées à l'exploitation. Cet excédent est ensuite investi dans des titres fédéraux ou provinciaux, leur taux de rendement étant fondé sur les taux d'intérêt en vigueur durant les trois premiers jours du mois où les cotisations ont été reçues.

Les Obligations du Canada dont le rendement est utilisé dans ce calcul mensuel sont (a) les obligations à 6.50% échéant le 1er octobre 1995, émises le 1er octobre 1968 et (b) les obligations à 3.75% échéant le 15 mars 1998, émises le 15 septembre 1956. Il est à remarquer que, dans l'Appendice I, le montant d'obligations en circulation utilisé dans le calcul du taux mensuel a sensiblement diminué depuis l'entrée en vigueur du Régime. À l'époque où la Chambre des communes étudiait le projet de la loi sur le Régime de pensions du Canada, 1,062 millions de dollars, soit 5.1% de l'encours

## INTRODUCTION

Lors de sa réunion à Ottawa les 3 et 4 octobre 1974, le Comité consultatif du Régime de pensions du Canada a décidé à l'unanimité qu'il y aurait lieu "d'étudier les possibilités d'améliorer le taux de rendement des placements du Régime de pensions du Canada". Le présent rapport répond à cet objectif.

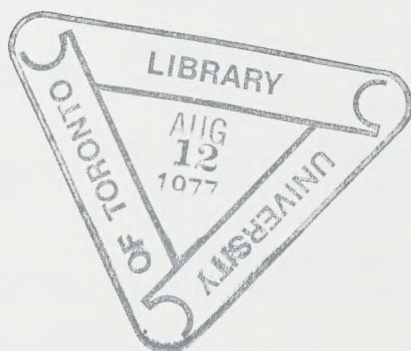


# TABLE DES MATIÈRES

SUJET	Page
Introduction .....	iii
Section 1: La formule actuelle .....	1
Section 2: Rôle du R.P.C. à l'égard des provinces et du marché canadien des capitaux .....	7
Section 3: Le marché canadien des capitaux au cours des cinq prochaines années .....	10
Section 4: Avantages et inconvénients de la formule actuelle .....	14
Section 5: Solutions proposées pour améliorer le taux de rendement du Fonds de placement du R.P.C. ....	19
Section 6: Conclusions et recommandations .....	26
Appendice I: Détails relatifs à la dette active: 31 déc. 1974 par rapport au 31 déc. 1964 .....	28
Appendice II: Rendement de diverses Obligations du Canada en circulation au 31 décembre 1974 .....	29
Appendice III: Comparaison entre le rendement de récentes émissions d'Obligations du Canada et le taux d'intérêt des titres sur le Fonds de placement du R.P.C. ....	30
Appendice IV: R.P.C. Placement du Fonds par province, années financières 1968-1969 à 1974-1975, et par mois pour 1974-1975 .....	31
Annexe A: Effet de l'amélioration du rendement sur le Fonds .....	32
Annexe B: Deux régimes provinciaux .....	34
Annexe C: Rôle du R.P.C. à l'égard du financement provincial .....	41

Rapport du Comité consultatif  
du Régime de pensions du Canada  
Juin 1975

LE TAUX DE RENDEMENT DU FONDS DE PLACEMENT  
DU RÉGIME DE PENSIONS DU CANADA







# **Le taux de rendement du fonds de placement du Régime de pensions du Canada**

Rapport du Comité consultatif du R.P.C.  
juin 1975